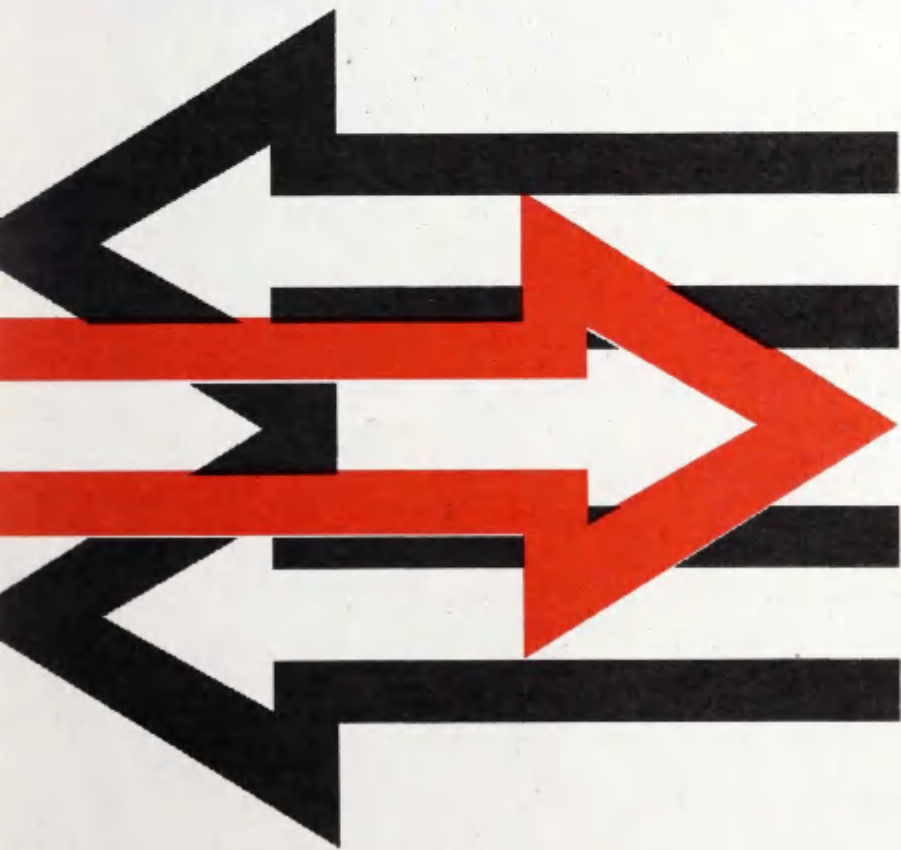


Ljudmila Šorikova

RAHVUSVAHELISTE KORPORATSIOONIDE LÜHI- JA PIKAAJALINE FINANTSEERIMINE



Tartu Ülikool
Ärerahanduse professor

Ljudmila Šorikova

**Rahvusvaheliste korporatsioonide
lüh- ja pikaajaline
finantseerimine**

Tartu 1995

Kaane kujundanud Andrus Peegel

KUSTUTATUD

Arh.

13167

© Ljudmila Šorikova, 1995

ISBN 9985-56-099-x

Tartu Ülikooli Kirjastuse trükikoda
Tiigi 78, EE 2400 Tartu
Tellimus nr. 42.

SISUKORD

1. Rahvusvaheliste korporatsioonide rahavood	5
1.1. Tütarfirma rahavood	5
1.2. Emafirma rahavood	6
2. Rahavoogude optimeerimise tehnika	7
2.1. Raha sisevoolu kiirendamine	7
2.2. Maksete koondamistehnika	7
2.3. Maksude minimeerimine käibelt	9
2.4. Blokeeritud fondide juhtimine	9
2.5. Filiaalisisesed ülekanded	10
3. Rahavoogude optimeerimist raskendavad asjaolud	10
3.1. Firma tegevuse eripära	10
3.2. Valitsuse piirangud	11
3.3. Pangandussüsteemi eripära	11
4. Vaba sularaha investeerimine	12
4.1. Liigsularaha investeerimise tsentraliseeritud juhtimine	12
4.2. Välisvaluuta investeeringust saadava efektiivtulu määramine	14
4.3. Investeerimisotsuste tegemise kriteeriumid	16
5. Rahvusvaheliste korporatsioonide lühiajaline finantseerimine	18
5.1. Lühiajalise finantseerimise allikad	18
5.2. Kodumaine finantseerimine	19
5.3. Miks arvestatakse välisfinantseerimisega?	19
5.4. Efektiivse finantseerimismäära kindlakstegemine	20
5.5. Kriteeriumid välisvaluutaga finantseerimisel	22
5.6. Finantseerimine valuutaportfelliga	27
5.7. Korduv finantseerimine valuutaportfelliga	29
6. Rahvusvaheliste korporatsioonide pikaajaline finantseerimine	32

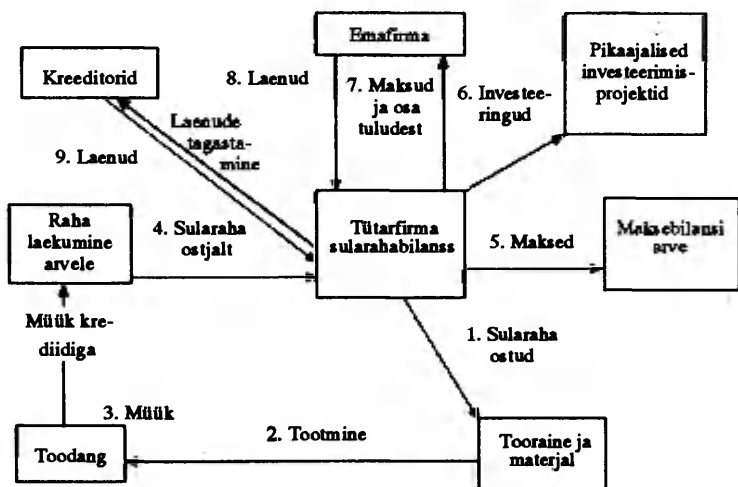
6.1. Finantseerimine obligatsioonidega (stabiilses valuutas) .	32
6.2. Finantseerimine obligatsioonidega (tugevas valuutas) . .	34
6.3. Finantseerimine obligatsioonidega (nõrgas valuutas) . .	35
6.4. Meetmeid obligatsioonide hindamiseks	35
6.5. Kõikva intressiga Euroobligatsioonid: lisarisk, mida peab arvestama	36
6.6. Välisvaluutas võetud laenude vahetuskursi muutustega seotud riski hüvitamine	37
6.7. Pikaajaline finantseerimine mitme valuutaga	38
7. Swap'ide kasutamine riski piiramiseks	40
7.1. Intressimäära swap	40
7.2. Valuuta-swap	43
8. Euroväärtpaberid kui pikaajaline investering	44
9. Korporatsiooni rahvusvaheliste kaubandustehingute finantseerimine	46
9.1. Maksetingimused rahvusvahelises kaubanduses	47
9.2. Kaubanduse finantseerimise meetodid	50
9.2.1. Finantseerimine arve saamisel	50
9.2.2. Vahendamine	51
9.2.3. Akreditiiv	52
9.2.4. Pangaaktsept	55
9.2.5. Lühiajalised pangalaenud	57
9.2.6. Pantimine	57
9.2.7. Kaup kauba vastu kauplemine — kaunterkaubandus	58
Kasutatud kirjandus	59

1. Rahvusvaheliste korporatsioonide rahavood

Rahvusvahelise korporatsiooni sularahavoogude juhtimine (*cash flow management*) hõlmab kassakäibe optimeerimist ning liigsularaha investeerimist. Need protsessid on üsna komplitseeritud erinevuste tõttu riikide seadusandluses, mis puudutavad riikidevahelisi sularahaülekandeid. Oma mõju rahaülekannetele avaldab ka valuutakursi kõikumine. Alljärgnevalt iseloomustame ema- ja tütarfirma seoseid läbi sularaha voogude.

1.1. Tütarfirma rahavood

Joonisel 1 on toodud tütarfirma põhilised rahavood. Alustagem väljuvatest maksetest, mida filiaalid teevad, et osta toorainet ja materjali.



Joonis 1. Rahvusvahelise korporatsiooni tütarfirma rahavood.

Valuutakursside muutuste tõttu on siin põhiprobleemiks **tulevaste väljaminekute õige prognoosimine**. Arvestades kursi tendentsi, saab tütarfirma varuda toorainet ja materjali, et oleks võimalik vähendada ostusid ajal, mil valuutakurss tõuseb. Kui tütarfirma asukohariigi valitsus kehtestab imporditavatele kaupadele piiranguid (kvoodid, tariifid), siis suurem tagavara annab firmale rohkem aega valida variante toormaterjalide ja tagavarade soetamiseks. Tütarfirma, kes hangib toorainet ja materjali kodumaalt, ei puutu kokku selliste probleemidega ega vaja nii suures koguses varusid ja sularaha, et katta ootamatut varude soetamise vajadust.

Hangitud toorainet ja materjali kasutatakse tootmisprotsessis. Lõpptoodangu müügi maht ja saadav tulu on tundlikud muutuva valuutakursi suhtes, kui toodangut eksporditakse väljapoole asukohariiki. Nõudmine importivate riikide poolt võib tõusta, kui tõuseb nende valuutade hind. Ekspordi maht on samuti tundlik importivate maade äriotsuste suhtes. Kui kaup müüakse kodumaal, siis valuutakursi muutused ei avalda müügile otsest mõju, kuigi võivad mõjutada kaudselt hinna kaudu, mida maksavad kohalikud ostjad impordi eest. Müüki saab ka suurendada, leevendades krediitistandardeid. Vaatamata sellele on siiski tähtis pöörata rohkem tähelepanu müügist tuleva raha laekumisele ostjatelt. Ema- ja tütarfirma ning importijate vaheliste arvelduste organiseerimisel on potentsiaalne mõju sularaha sissevoolule. Filiaali oodatakse perioodiliselt dividendimaksete ja teiste maksude tagasimaksmist emafirmale. Need maksud on antud toetusena emafirma üldkuludest. Näiteks uurimis- ja arengukulud, mida finantseerib emafirma, on ette nähtud toodete kvaliteedi tõstmiseks filiaalis. Kui dividendide ja maksude määrad on ette teatatud, siis teeb see sularahavoogude ennustamise tütarfirmale lihtsamaks. Dividendide määr filiaalis ja peafirmas sõltuvad mõlema likviidsusest, oodatavatest valuuta laekumistest filiaalides ja emafirma maa valitsuse regulatsioonist.

Arvestades kõiki sisse- ja väljaminevaid makseid võib tütarfirma sularahabilanss olla kas üle- või puudujäägiga. See võib tekitada pideva investeerimis- või laenamisvajaduse. Et ennetada bilansi defitsiiti, on vajalik lühiajaline finantseerimine. Kui tekib liigne sularahahulk, tuleb kindlaks määrata investeerimissuunad.

1.2. Emafirma rahavood

Tavaliselt tuleb iga filiaal toime oma kapitali hulgaga ja on sageli palju rohkem seotud oma sisemiste operatsioonidega kui nendega,

mis toimuvad RVK-s endas. Seetõttu tuleb emafirmal kontrollida ja juhtida sularahakäivet pea- ja allettevõtte ning filiaalide vahel. Emafirma sularahaväljamaksed filiaalidele on laenude vormis ja sisuliselt on investeeringud filiaalidele. Filiaalidevaheline käive tekib nende vahelise kaubavahetuse tõttu (vt. joonis 2).

Juhtides rahvusvahelisi rahavooge, on korporatsioonil kaks eesmärki:

- 1) sularaha liikumise optimeerimine;
- 2) liigsularaha investeerimine.

Esimest eesmärki realiseeritakse raha sissevoolu kiirendamise ja väljavoolu aeglustamisega ning maksude vähendamisega käibelt. Teise eesmärgi saavutamiseks asetatakse pearõhk olemasolevate fondide efektiivsele kasutamisele ja riski hoidmisele vastuvõetaval tasemel.

2. Rahavoogude optimeerimise tehnika

2.1. Raha sissevoolu kiirendamine

Sularaha sissevoolu kiirendamine on sularaha juhtimise esimeseks ülesandeks. Mida kiiremini raha laekub, seda kiiremini on võimalik teha investeeringuid või kasutada muuks otstarbeks. Kõigepealt võib firma luua üle terve maa *lockbox*'id, s.o. abonentnumbriga postkastid, kuhu kliendid saavad ette nähtud korras saata makseid. Luues selliseid *lockbox*'e sobivatesse kohtadesse üle kogu maailma on võimalik vähendada postitusaega. Igapäevane tšekkide laekumine on panga kontrolli all.

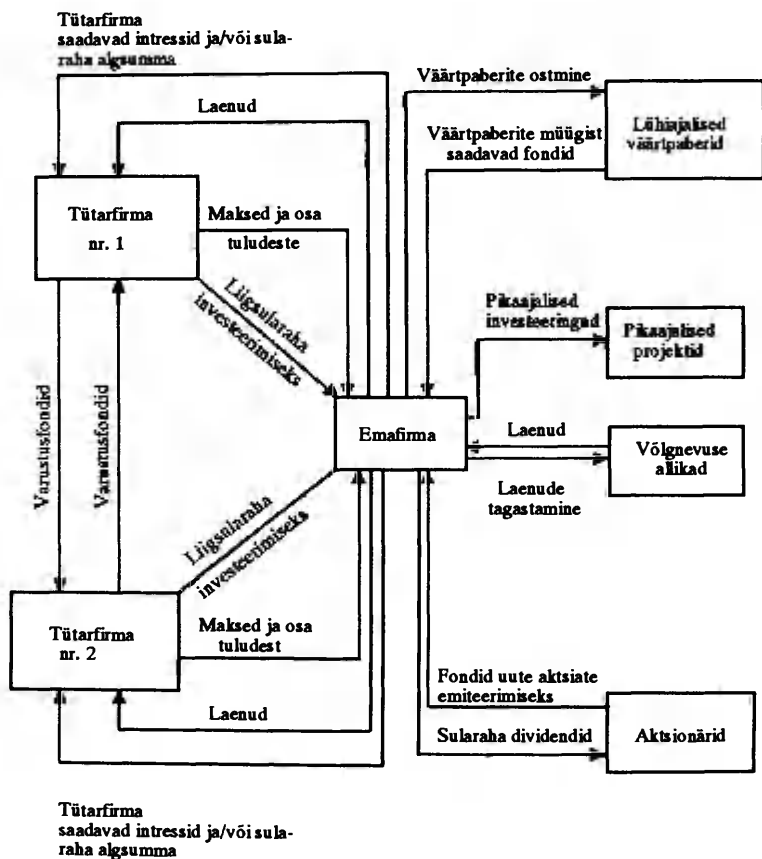
Teine meetod kiirendamiseks raha käivet on **ettemaks**, mis võimaldab korporatsioonil käsutada kliendi vara teatud piirides. Mõlemad meetodid on tavalised siseriiklikus kasutuses. Kuna rahvusvahelistel tehingutel võib olla küllalt pikk postitusaeg, siis on *lockbox*'id ja ettemaks RVK poolt väga hinnatud.

2.2. Maksete koondamistehnika

Seda meetodit saab kasutada ema- ja tütarfirma vahelistes arvelustes või ainult viimaste puhul. Meetod optimeerib sularahakäivet, vähendades administratiiv- ja tehingukululusid, mis tulenevad valuuta konverteerimisest RVK filiaalide asukoha tõttu eri maades.

Meetodi põhiidee on vähendada mingi perioodi jooksul valuuta ülekannete arvu, koondades üksikud ülekanded üheks makseks

(*netting*), mis sooritatakse perioodi lõpus. Näiteks filiaalidevahelistes kaubatehingutes selekteeritakse maksed, mida annaks koondada ja üle kanda kord kuus, mitte iga hankeperioodi järel.



Joonis 2. Rahvusvahelise korporatsiooni emafirma sularaha vood.

Maksete koondamine on saanud järjest populaarsemaks. Meetodi rakendamise kasu on suur:

- 1) vähendatakse filiaalidevahelisi üle piiride toimuvaid tehinguid ning sellega üldisi juhtimiskulusid, mis tekivad sularaha ülekandmisel;
- 2) väheneb valuutavahetuse vajadus. Saavutatakse palju korrektsem raamatupidamine ja aruandlus osakondade vahel;
- 3) muutub lihtsamaks sularahavoogude prognoosimine, kui tehakse ainult üks rahaülekanne iga perioodi lõpus, selle asemel et teha ülekandeid kogu perioodi jooksul.

Prognoositud sularahavood suurendavad õigete finantseerimis- ja investeerimisotsuste tegemist. Kahe- või mitmepoolsel koondamissüsteemil (*bilateral or multilateral netting*) võivad olla ka piirangud. Peamistes tööstusriikides neid tavaliselt ei ole, arengumaade jaoks on aga koondamine keelatud. Seega on RVK-del filiaalidega kogu maailmas lubatud kasutada koondamismeetodit vaid osas riikides. Loomulikult piirab see juhtimise ja ülekannete kulude vähendamist.

2.3. Maksude minimeerimine käibelt

Sularahavoogude optimeerimisel peab RVK arvestama maksudega. Kui tütarfirma asukohamaa valitsus kehtestab välisfirma tuludele kõrged maksud, siis võib emafirma soovitada osakonnal tulusid ajutiselt tagasi hoida, vähendades neid investeerimisega just selles riigis. Niisuguse strateegia põhieesmärk on leida tõhusamad viisid kapitali kasutamiseks välismaal, kui seda pole võimalik saata peafirmasse ilma suurte maksude tasumiseta.

Teine võimalik maksude vähendamise strateegia on rahaülekannete poliitika ja nende sooritamine arvestuskeskuse kaudu. Tulude kaitsmiseks kantakse raha keskuse kaudu nendesse osakondadesse, kus maksumäärad on madalad. Dokumentide järgi näidatakse ka kaupade liikumist, kuid tegelikult seda ei toimu. Arveldused on tavaliselt eksportiva osakonna valuutas.

Arvestuskeskus töötab nagu tsentraliseeritud organ, teenindades filiaale ning aidates säilitada suuri kasumeid ja vähendada üldisi makseid, mida peaks tegema RVK.

2.4. Blokeeritud fondide juhtimine

Blokeeritud fondid ehk välisresidentide rahalised vahendid pangavarvel riigis, kus on kehtestatud valuutapiirangud ja valitsuse kontroll valuuta arveldusoperatsioonide üle, mõjutavad oluliselt RVK sularaha sissevoolu. Valitsus võib nõuda kõikide fondide kasutamist sellel

maal, kus RVK filiaal asub, et luua juurde töökohti ja vähendada töötust.

Näiteks USA rahvusvahelise korporatsiooni filiaalil Filipiinidel taastati Filipiinide peesode USA dollariteks vahetamist ja emamaale, USA-sse saatmist. Väljapääs leiti selles, et firma juht ladus peesod kohvrissse ja viis need Hongkongi, kus vahetas USA dollariteks. Paremini oleks leida rahale kasutus samal maal, näiteks organiseerides nõupidamise Manilas, makstes kinni kulutused (hotell, toit jne.). See oleks sarnane kapitali ülekandmisega peafirmasse, kui koosolek oleks peetud kodumaal ja filiaal oleks seal pidanud selle eest maksma.

2.5. Filiaalisisesed ülekanded

Lisakapitali vajadusel on filiaalidele kasulik rahavoogude õige organiseerimine. Oletagem, et filiaalil A on kapitali puudujääk ja filiaalil B on seda üle. Oletagem ka, et A ostab perioodiliselt talle vajalikke abimaterjale B-lt. Sel juhul B võib muuta finantseerimist. Arvestades filiaali A kapitali nappusega, lubab ta temal hiljem tasuda. Või vastupidine situatsioon: kui filiaal B ostab A-lt materjale, maksab ta varem kui vaja. Selline arvelduste strateegia võimaldab hoiduda laenamisest ja vähendada võlgnevust, mis on juba bilansis kirjas. Mõne riigi valitsused tõkestavad seda praktikat, nõudes, et maksed osakondade vahel näidataks siis, kui toimub kaubavahetus.

3. Rahavoogude optimeerimist raskendavad asjaolud

3.1. Firma tegevuse eripära

Mõnel juhul tekib RVK rahavoogude optimeerimisel probleeme. Näiteks kui üks filiaal viivitab materjalide eest tasumisega teisele filiaalile, siis viimane on sunnitud laenama kuni maksete kohalejõudmiseni.

Tsentraliseeritud rahavoogude juhtimine RVK poolt, mis hoiab silma peal kõigil filiaalidevahelistel ülekannetel, võimaldaks selliseid probleeme vähendada. Kuid praktika näitab, et alati ei suuda RVK ennustada täpselt sündmusi, mis võivad avaldada mõju filiaalisestele ja -välistele rahavoogudele. Kui rahakäibe olukorra tõttu peattieviote ja filiaali vahel on tagajärjeks sularahavarude vähesus peattieviotes,

peab seal olema kättesaadaval põhivaravarusid. Teiselt poolt, kui RVK-l on pärast makseid sularaha liiga palju, peab mõtlema, kuhu seda paigutada.

Juhtides sularaha liikumist kasutab RVK emafirma iga filiaali suhtes erisugust optimeerimistehnikat, pidades silmas, et nad suurendavad RVK kui terviku kasumit. Ta võib näiteks lasta ühe filiaali tulu tõusta teise kulutuste arvel. See on üheks ema- ja tütarfirma juhtkonnas konflikti põhjuseks, sest selline RVK käitumine põhjustab filiaali kasumiaruande halvenemise, mis vaatamata juhtide jõupingutustele rahavoogude optimeerimisel iseloomustab nende tööd selles valdkonnas kui ebapiisavat. Nii et mõlemad — RVK ja filiaali juhtkond — võttes vastu sularahavooge optimeerivaid otsuseid, peavad vältima eesmärkide konflikte, mis võivad muutuda küllaltki komplitseerituks. Selle vältimiseks peaks iga filiaal tuginema isiklikul kasumil, kuid oma koostöös emafirmaga ettenägelikult vaatama, kuidas nende otsused mõjutavad kogu RVK kasumit. Uurimused on näidanud, et sularahavoogude optimeerimiseks rakendatavad meetodid, eriti filiaalide tasandil, ei ole väheste teadmiste tõttu piisavad. Selleks peaks RVK suunama oma ressursid õpetamisele filiaalides väljaspool koduriiki.

3.2. Valitsuse piirangud

Kui RVK-l pole sisemisi probleeme, võib tal tekkida olukord, kus valitsus oma määrustega tõkestab tema sularaha optimeerimise poliitikat. Näiteks mõne riigi valitsus takistab maksete koondamissüsteemi. Lisaks sellele takistavad valitsused sularaha väljavoolu riigist, kehtestades kõrgemad maksumäärad ning seeläbi hoides ära lõppmakseid sooritatud tehingutelt.

3.3. Pangandussüsteemi eripära

Pankade võimalused hõlbustada sularaha-ülekandeid võivad riigiti erineda. Näiteks RVK oma filiaalidega kaheksal maal on sunnitud kasutama ka kaheksat pangasüsteemi. USA pangad on sellepoolest eelisolukorras, kuid teiste riikide pangad ei paku teenuseid, mida RVK-d vajaksid. Näiteks RVK eelistab nullbilansiarvet, kus lisafonde võib kasutada, tehes makseid, kuid teenides intresse, kuni fondid on kasutatud.

RVK-d ei saa alati kasutada ka abonentkastisüsteemi, sest seda ei ole igas riigis. Peale selle ei ole kõikides riikides moodsat pan-

gaarveldussüsteemi või maksud pangateenuste eest ei ole kohandatud RVK spetsiifikale. Ilma küllaldaste pangaressurssideta ja täieliku infosaamise võimaluseta on rahvusvaheliste sularahavoogude juhtimine väheefektiivne. Viimastel aastatel on arengumaades tehtud väga suuri edusamme pangasüsteemide moderniseerimisel. Nad on muutumas moodsateks, maailmastandarditele vastavateks pangasüsteemideks. Seetõttu saab ülalnimetatud probleeme kergemini lahendada.

4. Vaba sularaha investeerimine

Koos sularahavoogude optimeerimisega on RVK teiseks võtmeülesandeks liigse sularaha investeerimise juhtimine. Üheks tähtsamaks suunaks on siin Eurovaluutaturu kasutamine. Eurodollari hoiustamine pakub RVK-dele tunduvalt kõrgemat tulu kui pangahoiused koduriigis. Kuigi Eurodollari hoiused senini domineerivad, tõuseb ka teiste valuutade tähtsus.

Lisaks võimalusele paigutada raha Euroturu deposiitidesse ostavad RVK-d ka välismaiseid väärt- ja kommertspabereid.

Lühiajalise investeeingu juures tuleks arvestada mitmesuguseid aspekte.

4.1. Liigsularaha investeerimise tsentraliseeritud juhtimine

Rahvusvaheline korporatsioon võib rakendada iga filiaali suhtes erinevat investeeimispoliitikat või lähtuda tsentraliseerimise põhimõttest. Viimane tähendab seda, et filiaalide liigsularaha koondatakse emafirma kätte ja hoitakse selle ajani, kuni tekib selle järele vajadus. Sellise lähenemisviisi eelis on, et emafirma, koondades liigsularaha, paigutab need lühiajalistesse deposiitidesse Europankades, mille intressid on kõrgemad, sõltudes deposiidi nominaalväärtusest. Niisiis, kui kahe osakonnal on mõlemal liigraha 50 000 \$, siis paigutades need kahte deposiiti nominaalväärtusega 50 000 \$, saavad nad madalamat intressi, kui pannes summad kokku üheks 100 000 \$ suuruseks hoiuseks, saades kõrgemat intressi.

Sularaha tsentraliseeritud juhtimine investeeeringute tegemisel võib muuta ka käibekapitali juhtimise efektiivsust, vähendades üldfinantskulusid. Oletame, et filiaalil A on liigsularaha järgmise kuu

jooksul 50 000 \$, kusjuures filiaal B vajab laenu 50 000 \$. Kui emafirma ei kasuta sularaha tsentraliseeritud juhtimist, paneb A raha panka 10%-se intressiga ja B laenab pangast 12%-se intressiga. Tsentraliseeritud juhtimise korral annab A laenu B-le, kes selle arvel vähendab finantskulusid. Selline strateegia on tulemusrikas ainult sel juhul, kui mõlemad filiaalid kasutavad ühte valuutat. Eri valuutade puhul on tehing küll võimalik, kuid vahetuskurss võib saadavat kasu kärpida. Lahendus võib olla selles, et ühe filiaali liigsularaha olemasolevas valuutas võib kasutada teistes filiaalides, kus on selle valuuta puudujäägi katmise vajadus. Sel viisil võib raha ühest filiaalist teise üle kanda ilma vahetuskuludeta, mida pank võtab valuutaoperatsioonidelt. See strateegia on võimalik, kui kõik filiaali deposiidid on paigutatud ühe panga harudesse, nii et on kerge kanda raha üle ühelt filiaallt teisele.

Üldiselt on rahvusvahelisel korporatsioonil liigsularaha investeerimisel järgmised võimalused:

- 1) ühendada filiaalide liigsularaha ja investeerida need suurema nominaalväärtusega deposiitidesse, et lasta teenida kõrgemat intressitulust;

- 2) katta filiaali lühiajaline finantsvajadus kättesaadava valuutaga teistest filiaalidest.

Tekib küsimus, kuhu investeerida ülejäänud sularaha mitmesugustes valuutavääringutes, mis on juba paigutatust üle jäänud. See küsimus on rahvusvahelise korporatsiooni investeerimispoliitikas peamine. Investeeringu tulemus varieerub pidevalt. Kuna liigsularaha on kättesaadav lühikesel perioodil, on RVK tavalisteks investeeringuteks panga deposiidid ja valitsuse väärtpaberid. Saadav tulu sõltub valuutast, milles investeering on tehtud. Näiteks Eurovaluutaturu lühiajalised laenud, denomineeritud erinevates valuutades, on erisuguse intressimääraga. Tavaliselt pakuvad pangad deposiitidele naeltes kõrgemat intressi kui Saksa markades.

Eurovaluutaturg tõmbab investeerijaid ligi ka seetõttu, et:

- 1) reservnõudmised Europankades on maksuvabad;

- 2) Eurodeposiite valitsused ei kindlusta ja seetõttu ei ole pankadel vaja maksta kindlustusmakseid;

- 3) tehingud on tavaliselt hulgikogustes, mis vähendab nende maksumust.

- 4) intressimäärade lagesid ei ole kehtestatud.

Need asjaolud etendavad oma rolli selles, et Europankade pakutavad deposiidiintressid on kõrgemad kui koduriigis ning laenu võtmine on odavam. Peale selle pole Eurovaluutaturul valuutapiiranguid, mis

on suuremal või vähemal määral igas riigis. Euroturul kehtib pankadevahelise konkurentsi printsiip: kes pakub paremat intressi ning madalamate kuludega, see on liider.

Kuid Euroturu investeeringutega on seotud ka risk. Esiteks, kuna deposiidid pole kindlustatud, ei ole võimalik neid tagasi saada, kui Europank pankrotistub. Teiseks, Europanku on raskem hinnata kui oma riigi panku, kelle suhtes kehtivad ranged nõudmised. Seega on korporatsioonidel suurem risk, kui nende bilansis domineerivad suhted Europankadega. Kolmandaks, üldpoliitiline situatsioon või kaos võib oluliselt mõjutada ka Europankade käitumist turul. Kuid vaatamata nendele asjaoludele on Eurovaluutaturu populaarsus tänapäeval suur ja tehingute maht kasvab pidevalt.

4.2. Välisvaluuta investeeringust saadava efektiivtulu määramine

Enne kui teha lõplik otsus liigsularaha investeerimiseks Eurovaluutaturu deposiitidesse, tuleks eelnevalt uurida mitmesuguseid variante. Intressimäärad Euroturul varieeruvad koos valuutade noteeringutega. Korporatsiooni võib küll ligi meelitada kõrgema intressimääraga, kuid juhul, kui välisvaluuta kurss deponeeritud deposiidile langeb alla intressimäära, siis kõrgema määra eelis ei ole enam kui valuutahoiuse languse tasakaalustus. Pangahoiuse efektiivtulu (pluss- või miinusmargiga) arvestab nii intressimäära kui ka deposiidi valuuta tõusu (langust).

Toome ühe näite. Oletame, et USA korporatsioonil on 1 000 000 \$ liigsularaha. Ta otsustab investeerida Eurofrankide deposiiti intressiga 6% kolmeks kuuks. Prantsuse frangi kurss sularaha deponeerimise momendiks on 0,20 \$ frangilt. Esimeseks sammuks on USA dollarite konverteerimine Prantsuse frankidesse ($1\,000\,000 \$: 0,20 = 5\,000\,000 \text{ FRF}$); seejärel hoiustamine Europangas. Kolm kuud hiljem maksab Europank USA korporatsioonile kokku 5 300 000 FRF (5 000 000 FRF deposiit + intress 6%, s.o. 300 000 FRF). Oletagem, et korporatsioon valis investeerimise frankidesse ainult kõitva intressimäära pärast. Oletagem ka, et vahetuskurss deposiidi väljavõtmise ajal on 0,19 \$ FRF-lt. Seega 5 300 000 FRF vahetati 1 007 000 \$ vastu.

3-kuuse lühiinvesteeringu efektiivtulu:

$$\frac{1\,007\,000 \$ - 1\,000\,000 \$}{1\,000\,000 \$} = 0,007 \text{ e. } 7\%.$$

Sellest näitest tuleb välja, kuidas lühiinvesteeringu deposiidimäär on mõjutatud vahetuskursi muutusest. Kui korporatsioon otsustab luua Eurofrangi deposiidi asemel Eurodollari hoiuse, siis ta teeniks rohkem kui 7%. Lisaks sellele ei oleks deposiidist saadav tulu mõjutatud vahetuskursist.

Teine võimalus on see, kui frank tõuseb 0,20 \$-lt 0,21-ni, siis rekonverteeritakse dollariteks ($5\,300\,000 \times 0,21$) ja efektiivtulu on:

$$\frac{1\,113\,000 \$ - 1\,000\,000 \$}{1\,000\,000} = 0,113 \text{ e. } 11,3\%.$$

Selline kõrge efektiivtulu on tänu nii deposiidi intressimäärale kui ka frangi kursi tõusule dollari suhtes.

Efektiivtulu võib olla negatiivne, kui valuutahoiuse noteering langeb ulatuses, mis on rohkem, kui saadaks hoiuse intressimäära lisandumisel. Näiteks USA firmal on välisdeposiit, mille noteeritud intressimäär on 5% ja valuutakurss langeb dollari suhtes 7% võrra. Efektiivtulu saame järgmisest valemist:

$$rd = (1 + id)(1 + ed) - 1,$$

kus

rd — efektiivtulu välisdeposiidilt,

id — noteeritud intressimäär,

ed — kursi muutus (%) päevast, mil hoius pandi pank, kuni tähtaja saabumiseni.

$$rd = (1 + 0,05)[1 + (-0,07)] - 1 = -0,0235 \text{ e. } -2,35\%$$

Tulem näitab, et firma lõpetab 2,35% vähemate fondidega, kui ta oli hoiustanud.

Ülalkirjeldatus oli arvestatud vaid ühe investeerimissuunaga, s.o. investeerimisega Eurodeposiididesse. Sama lähenemine võib olla ka investeringute puhul lühiajalistesse väärtpaberitesse. Saadaolevad aktsiad, noteeritud eri valuutades, omavad mõnevõrra sarnaseid tulusid. Nagu pangadeposiidid, nii on ka investeringud väärtpaberitesse mõjutatud selle välisvaluuta vahetuskursi muutustest.

4.3. Investeerimisotsuste tegemise kriteeriumid

Investeerimisotsuste tegemisel on mitu kriteeriumit:

- 1) intressimäär pariteet,
- 2) tulevane *forward*-kurs, s,
- 3) vahetuskursi prognoosimine.

Toome ühe näite illustreerimaks nende kriteeriumite valikut. Oletame, et USA firmal on liigsularaha summas 400 000 \$. Investeerimisotsuse vastuvõtmisel lähtub ta kursist ja intressimääradest. Firma otsustab investeerida aastaks Prantsuse frankidesse. Oletame, et:

FRF *spot*- e. hetkekurs on 0,20 \$,

FRF aastane tähtajaline e. *forward*-kurs 0,1948 \$,

üheaastane USA intressimäär 12%,

sama perioodi Prantsuse intressimäär on 15%.

Firma võib kasutada kahte investeerimisvarianti.

Esimese variandi puhul investeerib ta frankidesse ja kindlustab oma positsiooni tähtajalisel valuutaturul.

Firma konverteerib 400 000 \$ frankidesse, saades 2 000 000 FRF (400 000 \$: 0,20). Aasta pärast saab ta tagasi

$$2\,300\,000\text{ FRF}(2\,000\,000\text{ FRF} \times 1,15).$$

Tagasisaadavat dollarite hulka võib pärssida, kui vahetada need tagasi dollariteks, müües franke tähtajalise kursiga. See hulk oleks 448 040 \$ (2 300 000 FRF \times 0,1948).

Efektiivtulu on siis:

$$\frac{448\,040\ \$ - 400\,000\ \$}{400\,000} = 0,12 \text{ e. } 12\%.$$

See pole firmale enam nii kasulik kui investeerida oma riigis (400 000 \$ \times 1,12 = 448 000 \$).

Vaatame **teist varianti**, kus firma ei osale tähtajalisel turul. Oletame, et hetkekurs ajal, mil deposiit täitub, on 0,1948 \$. Eelmisest näitest oli näha, et sellel vahetuskursil on investeringu tulu umbes 12%, samasugune nagu investeerimisel USA-sse.

Kui frangi hetkekurs ületab 0,1948 \$, on kogu kasum investeerin-gult dollarites üle 448 040 \$ ja efektiivtulu suurem kui 12% (seetõttu ka tulusam investeringust USA-sse). Vastupidisel juhul, kui fran-gi hetkekurs langeb alla 0,1948 \$, siis saadakse kasumit vähem kui 448 040 \$ ja efektiivtulu on alla 12%.

See näide demonstreeris, et tähtajalist kurssi võib kasutada tuleva se hetkekursi prognoosimiseks ning investeerimistulu arvutamiseks. Investeeringus välisvaluutasse, peab sealne efektiivtulu olema suurem kodumaisest tulust, kui välisvaluuta hetkekursi aasta pärast on kõrgem tähtajalisest kursist hetkel, mil investeeringu aeg saab täis. Vastupidisel juhul, kui välisvaluuta hetkekursi aasta pärast on madalam kui tähtajaline kurss, mil investeerimine tehti, siis on välisinvesteeringu tulu madalam kui kodumaal. Sellist seost nimetatakse intressimäära pariteediks.

Isegi siis, kui intressimäära pariteet ei eksisteeri, võivad lühiajalised välisinvesteeringud tuua suuremat kasu, olla kõrgema efektiivtuluga kui kodumaine investeering, kuid sellel pole mingit kindlat garantiid.

Vahetuskursi prognoosimine investeeringuotsuste tegemisel

Seni kuni korporatsioon ei tea, kuidas valuuta väärtus võib muuttuda, saab ta kasutada efektiivtulu valemit, et ennustada:

1) loodetavat tulu;

2) kursi protsentuaalset muutumist, mis teeb efektiivtulu välisinvesteeringust võrdseks investeeringuga koduriigis.

Toome ühe näite. Oletame, et firmal on fonde, mida saaks investeerida aastaks. USD deposiidi üheaastane intressimäär on 11% ja sama perioodi Prantsuse frangi deposiidil 14%. Firma ennustab frangi kursi langust 0,1600 \$-lt kuni 0,1584 \$-ni ehk 1%.

Frangi deposiidi loodetav efektiivtulu on

$$\begin{aligned} E(rd) &= (1 + id)[1 + E(ed)] - 1 = \\ &= (1 + 0,14)[1 + (-0,01)] - 1 = 12,86\%. \end{aligned}$$

Frangi deposiiti investeerimine on loodetavalt tasuvam kui USD deposiiti investeerimine. Kuid arvestades, et kursi muutumine on ennustuslik, ei ole kindlust, et välisinvesteering on tõesti tulutoovam.

Selleks, et determineerida, missugune kurss teeb efektiivtulu välisinvesteeringult võrdseks investeeringuga kodumaa valuutasse, leiame valemist sümboli ed.

$$ed = \frac{1 + rd}{1 + id} - 1,$$

kus

rd — välisdeposiidi efektiivtulu,

id — noteeritud intressimäär.

Kasutame eelnevas näites toodud andmeid:

$$ed = \frac{(1 + 0,11)}{1 + 0,14} - 1 = -2,63\%.$$

See eeldab, et frank peab langema umbes 2,63%, et selle deposiit oleks sama efektiivtuluga kui dollarite deposiit. Iga väiksem langus muudab frangi tasuvamaks. USA firma võib seda infot kasutada investeerimisotsuse tegemisel. Kui on loota, et frank langeb deposiidi tähtaja jooksul üle 2,63%, on eelistatavam investeerimine dollaritesse. Kui frank langeb vähem kui 2,63% või tõuseb, on otsustus palju komplitseeritum. Eeldades, et investeringust saadav tulu hüvitab valuutariski, peab firma valima liikumissuuna. Lõplik otsus oleneb firma võimalusest ja soovist riskida.

5. Rahvusvaheliste korporatsioonide lühiajaline finantseerimine

Kõik firmad võtavad aeg-ajalt vastu otsuseid lühiajalise finantseerimise kohta. Kuna rahvusvahelistel korporatsioonidel on juurdepääs mitmesugustele lisafondidele, siis nende lühiajalise finantseerimise otsused on keerukamad kui teistel firmadel. Lühidalt võib neid otsuseid formuleerida kahe küsimusega:

1. Kas RVK ema- või tütarfirma peaks fondide nappuses laenama oma maalt või mõnest teisest riigist?
2. Kas RVK peaks laenu võtma oma rahas või mõnes välisvaluutas?

5.1. Lühiajalise finantseerimise allikad

Tavaliselt kasutavad RVK-d mitmesuguseid meetodeid, et leida fonde lühiajalise finantseerimise jaoks. Üks meetodeid, mida viimastel aastatel järjest rohkem kasutatakse, on **Eurovõlatähed (Euronote)**: tagatiseta laenupaberid, mille intressimäär põhineb LIBOR-il (see on

intressimäär, mida Europangad määravad pankadevahelistele laenu-
dele). Tavaliselt on nende tähtaeg üks, kolm või kuus kuud. Mõned
RVK-d muudavad need vahel keskmise kestusega laenudeks. Mõ-
ned kommertspangad kirjutavad RVK-de eest võlatähtedele alla ning
investeervad neisse oma raha.

Lisaks Eurovõlatähtedele kasutatakse lühiajalise finantseerimise
puhul ka **Eurokommertspabereid** (*Eurocommercial paper*). Need ta-
gatiseta paberid koostatakse RVK-de jaoks allakirjutava sündikaadi
poolt. Nii ei ole müügihind paberite väljaandjatele tagatud. Tähtaja
suhtes eelistatakse investeerija arvamust. Väljaandja võib pakkuda
Eurokommertspabereid enne tähtaja täitumist uuesti müüa.

Järgmine tähtis allikas lühiajaliseks fondide saamiseks on **otsesed
laenud Europankadelt**. Neid kasutatakse siis, kui teisi võimalusi laenu
saamiseks pole. Enamus RVK-dest võtab laene mitmest maailma
pangast.

5.2. Kodumaine finantseerimine

Enne kui RVK pöördub laenude otsinguil välismaale, tuleb tal
kindlaks teha, kas sisemaal vajalikke fonde pole. Ta peab kindlaks
tegema filiaalide rahavoo olukorra. Kui näiteks osa filiaalide sissetu-
lekud on olnud suured ja nad on investeerinud need kohaliku rahaturu
väärtpaberitesse, võib emafirma nõuda vajalikud summad välja. See
on eriti tulus vahend siis, kui emafirma maal on fondide saamine
võimalik küllalt kõrge hinnaga.

Kui riigisiselt ei ole filiaali tulusid võimalik kasutada, võivad
emafirmad laenata välisriikides asuvatelt tütarfirmadelt. On muidugi
risk, sest firma peab tagasimaksmiseks hankima vastava maa valuut-
tat. Mõnikord on see aga kasulik, kuna intressimäärad võivad olla
välismaal madalamad kui koduriigis.

Emafirmad võivad tõsta ka filiaalidele müüdavate kaupade hindu
ja selle kaudu lasta ennast finantseerida. Sel juhul ei tagasta emafirma
neid rahasid kunagi. See meetod võib olla eeskirjeldatutest kasulikum,
kui ainult riikide valitsused ei sea sellele piiranguid.

5.3. Miks arvestatakse välisfinantseerimisega?

Hoolimata sellest, kas RVK saab fonde oma tütarfirmalt või mõ-
nest muust allikast, peab ta otsustama, millises valuutas laenu teha.

Isegi kui ta tehingu jaoks vajab oma maa raha, võib talle kasulik olla laenata välisvaluutat. Seda näeme järgmistest põhjustest.

a) **Välisfinantseerimine, et korvata välismaalt saadaolevad summad.** Suured firmad võivad finantseerida välisvaluutas, et korvata saadaolevad summad samas valuutas. Näiteks USA firmal on saada summa Saksa markades. Kui ta nüüd vajab lühiajaliseks finantseerimiseks fonde, võib ta laenata Saksa marku ja konverteerida need USA dollariteks. Siis kasutatakse saadaolevat summat markades, et maksta laen kinni. Seda meetodit on kasulik rakendada, kui välisvaluuta intressimäär on madal.

b) **Välisfinantseerimine, et vähendada kulusid.** Isegi kui RVK emafirma ei taha katta välisvaluutas saadaolevat summat, võib ta siiski pidada kasulikuks välisvaluutas laenamist, kui intressimäär on talle soodne. Eriti tavaliseks on muutunud välisvaluutas finantseerimine tänu Eurovaluutaturu arenemisele. Eurovaluutaturul võivad valuutade finantseerimiskulud erineda. Euroturul võib intressimäär olla madalam kui laenaja kodumaal. Seetõttu võib näiteks USA dollari laen Euroturul olla USA firma jaoks odavam kui USA-st laenatuna. Samuti võib talle olla kasulik laenata välisvaluutas, kuigi ta vajab dollareid.

Tavaliselt on Eurovaluutaturul Šveitsi frangi intressimäär madalam kui Briti, Kanada ja USA omad. Mõnel perioodil võib väikseima ja suurima määra vahe olla 7%.

5.4. Efektiivse finantseerimismäära kindlakstegemine

Tegelikult muutub välisvaluuta väärtus võrreldes laenaja-maa valuutaga. Laenaja-firma finantseerimise tegelik kulu sõltub:

- 1) intressimäärast, mille on kehtestanud laenu andev pank;
- 2) laenatud raha väärtuse muutumisest laenuaja jooksul. Nii võib tegelik finantseerimismäär erineda kehtestatud intressimäärast. Seda illustreerib järgmine näide.

USA firmale antakse laenu üheks aastaks 1 000 000 Šveitsi franki, intressimääraga 8%. Kui USA firma saab laenu, konverteerib ta selle 500 000 \$ ($1\,000\,000 \times 0,50$ \$). Aasta hiljem maksab USA firma tagasi laenu ja ka intressimaksed 80 000 Šveitsi franki (8%). Nii vajab USA firma tagasimaksmiseks kokku 1 080 000 franki. Oletame, et Šveitsi frangi kurss muutub laenu tagasimaksmise ajaks 0,50 \$-lt 0,60 \$-le. Nüüd peab firma vajaliku hulga frankide ($1\,080\,000 \times 0,60$ \$)

saamiseks konverteerima 648 000 \$. Et arvutada kasulikku finantseerimismäära, tuleb kõigepealt kindlaks teha dollarite hulk, mida vajati laenu tagasimaksmiseks. Siis jagame selle laenatud dollarite hulga (pärast frankide konverteerimist dollariteks). On antud, et firma laenas 500 000 \$ ja maksis tagasi 648 000 \$ laenu eest, finantseerimismäär on sel juhul $148\,000 \$: 500\,000 \$ = 29,6\%$. Kui vahetuskurss oleks olnud muutumatu, oleks kogu laenu tagasimaksmiseks kulunud 540 000 \$ ja finantseerimismäär oleks olnud 8% ($40\,000 \$: 500\,000 \$$). Kuna Šveitsi frangi kurss tõusis meie näites tunduvalt, on finantseerimise tõhusus (*effective financing rate*) väga kõrge. Kui USA firma oleks ette näinud Šveitsi frangi tõusu, poleks ta seda laenu teinud. Finantseerimismäära tõhusust väljendatakse järgmise valemiga:

$$r_f = (1 + i_f) \left[1 + \frac{(S_{f,t+1} - S_f)}{(S_f)} \right] - 1, \quad (1)$$

kus i_f on välisvaluuta finantseerimismäära (*financing rate of the foreign currency*) ning S_f ja $S_{f,t+1}$ välisvaluuta vahetuskurss finantseerimisperioodi alguses (S_f) ja lõpus ($S_{f,t+1}$). Kuna need sümbolid väljendavad välisvaluuta kursi muutumist (%), võib valemit kirjutada ka järgmiselt:

$$r_f = (1 + i_f)(1 + e_f) - 1. \quad (2)$$

Meie näites väljendab e_f Šveitsi frangi kursi muutumist (%) USA dollari suhtes alates sellest päevast, mil frangid laenati, kuni selle päevani, kui nad tagasi maksti. Šveitsi frank tugevnes selle aja jooksul 20%. Selle info põhjal ja oodatava intressimäära 8% abil saame väljendada Šveitsi frangi finantseerimismäära USA firmale järgmise valemiga:

$$r_f = (1 + i_f)(1 + e_f) - 1 = (1 + 0,20) - 1 = 0,296 \text{ või } 29,6\%, \quad (3)$$

ja tulemus on sama.

Kui saame negatiivse finantseerimismäära, on selge, et firma pidi maksma vähem raha, kui ta laenas. See juhtub siis, kui laenatud valuuta kurss langeb laenuperioodi jooksul.

Selle näite põhjal võib järeldada, et võttes laenu ei saa firma arvestada ainult välisvaluuta hetkekursiga, vaid ta peab arvestama ka kursi muutusega laenuperioodi jooksul.

5.5. Kriteeriumid välisvaluutaga finantseerimisel

On hulk kriteeriume, mida RVK peab arvestama otsuste tegemisel rahvusvahelise finantseerimise kohta, näiteks:

- a) intressimäära pariteet (*interest rate parity*);
 - b) tulevane intressimäär kui prognoosimisvahend (*the forward rate as a forecasting tool*);
 - c) valuutakursi prognoosimine (*exchange rate forecast*).
- Nendest teguritest sõltub, millise valuuta RVK valib.

Intressimäära pariteet kui finantsotsuse kriteerium

Finantsseisukohast seisneb intressipariteet järgmises. Kõigepealt tuleb laenata välisvaluutat ja konverteerida see oma maa rahaks. Samal ajal tuleb osta välisvaluutat ette, et kindlustada end kursi muutuse vastu ja maksta pärast võlg. Kui kurss on madal, võib see olla väga kasulik strateegia. Niisugune valuuta töötab anda tulevast kasu (*forward premium*), mis väljendub välis- ja kodumaise intressimäära vahes.

Selline käitumine näitab, et firma ei sõltu enam intressimuutustest, vaid välisvaluuta konverteerimise määra (*spot rate*) ja tulevase määra (*forward rate*) (millega välisvaluutat uuesti müüakse) vahest. See vahe näitab tulevast kasu. Tõhusa finantseerimismäära arvutamisel valemis 2 asendame sümboli e_f tulevase kasu sümboliga p .

$$r_f = (1 + i_f)(1 + p) - 1. \quad (4)$$

Kui intressimäära pariteet eksisteerib, siis näidatakse seda järgmise valemiga:

$$p = \frac{(1 + i_h)}{(1 + i_f)} - 1, \quad (5)$$

kus i_h on kodumaise valuuta intressimäär ja i_f välisvaluuta intressimäär. Kui valemit 5 kasutatakse finantseerimismäärade väljendamiseks, võime asendada sümboli p valemis 4 valemiga 5, et teha kindlaks tõhus välisvaluuta finantseerimismäär intressipariteedi korral.

$$r_f = (1 + i_f)(1 + p) - 1 = (1 + i_f)\left[1 + \frac{(1 + i_h)}{(1 + i_f)} - 1\right] - 1 = i_h. \quad (6)$$

Niisiis, kui intressipariteet eksisteerib, siis püüe finantseerida välisvaluuta madala intressimääraga annab tulemuseks samasuguse tõhusa finantseerimismäära, nagu on kodumaine määr. Intressipariteedi korral võib siiski olla kasulikum finantseerimine välisvaluutaga, kuid seda finantseerimist peab ka vastavalt juhtima. Alljärgnevas tabelis 1 on toodud lühiajalise finantseerimise võimalikud stsenaariumid.

Tabel 1

**Intressimäära pariteet ja lühiajalise
finantseerimise stsenaariumid**

Stsenaarium	Tähendus
1. Kehtib intressipariteet	Välisfinantseerimine ja samaaegne positsiooni kindlustamine tulevasel <i>forward</i> -turul annab finantskulutuste poolest samu tulemusi kui kodumaine finantseerimine.
2. Kehtib intressipariteet ja <i>forward</i> -määr prognoosib tulevast hetkekurssi õigesti	Katmata välisvaluutaga finantseerimine annab finantskulutuste koha pealt samu tulemusi kui kodumaine finantseerimine.
3. Kehtib intressipariteet ning <i>forward</i> -määr tundub ületavat tulevast hetkekurssi.	Katmata välisvaluutaga finantseerimisel loodetakse olevat väiksemaid finantseerimiskulutusi kui kodumaisel finantseerimisel.
4. Kehtib intressipariteet ja tulevane määr tundub tulevat madalam kui hetkekurss.	Katmata välisvaluutaga finantseerimine annab suuremaid kulutusi kui kodumaine finantseerimine.
5. Intressipariteet ei kehti ja <i>forward</i> -preemia (mahahindlus) on suurem (väiksem) kui intressimäärade vahe.	Välisinvesteerimine koos samaaegse positsiooni kindlustamisega tulevasel turul on kulukam kui kodumaine finantseerimine.
6. Intressipariteet ei kehti, <i>forward</i> -preemia (mahahindlus) on väiksem (suurem) kui intressimäärade vahe.	Välisfinantseerimine koos samaaegse positsiooni kindlustamisega tulevasel turul on vähem kulukas kui kodumaine finantseerimine.

Tulevane kurss (*forward rate*) kui finantsotsustuse kriteerium

Laenatud välisvaluuta oletatav tulevane kurss ($F_f = \text{forward rate}$) ennustab firma jaoks seda kurssi, mis kehtib finantseerimisperioodi lõpul. Oletatavat kursi tõhusust välisvaluuta laenamisel saab ennustada, asendades $S_{f,t+1}$ F_f -ga järgmises valemis:

$$r_f = (1 + i_f) \left[1 + \frac{(S_{f,t} + 1 - S_{f,t})}{S_{f,t}} \right] - 1, \quad (7)$$

$$r_f = (1 + i_f) \left[1 + \frac{(F_f - S_{f,t})}{S_{f,t}} \right] - 1. \quad (8)$$

Nagu juba näidatud valemis 6, on parem pool võrdne kodumaise valuuta intressimääraga, kui intressipariteet eksisteerib. Kui tulevane kurss on tulevase hetkekursi $S_{f,t+1}$ täpne näitaja, on välisfinantseerimise määr sarnane kodumaise finantseerimismääraga.

Kui firma kasutab finantseerimiseks välisvaluutat (ega kindlusta end tulevasel turul), on finantseerimismäär tõhusus väiksem kui kodumaise finantseerimise puhul siis, kui välisvaluuta tulevane hetkekurss (laenu tagastamise ajal) on väiksem kui *forward*-kurss (laenamise ajal arvestatud). Ja vastupidi.

Firmad, kes peavad tulevast määra ebakindlaks hetkekursi (*spot rate*) ennustajaks, eelistavad laenata kodumaalt, kus kurss on teada ja arvatakse, et ta ei kasva suuremaks kui välisfinantseerimise puhul.

See fakt, et mõned firmad kasutavad välisfinantseeringuid, näitab, et nad loodavad sel teel vähendada kulusid.

1980. aastatel oli USA firmadele kasulik finantseerida tehinguid Šveitsi frankides. Seda näitab tabel 2.

Tabel 2

Finantseerimise võrdlus SF-des ja USA dollarites*

Finantseerimise kuupäev	Aastane intressimäär Šveitsis (%)	SF vahe- tuskursi muutus aastajooksul (%)	SF finantseerimismäära tõhusus (%)	USA aastane intressimäär (%)	Intressimäärade vahe (v. 4-v. 5) (%)
1	2	3	4	5	6
1/75	4,0	-3,1	0,8	5,8	-5,0
1/76	2,0	7,0	9,1	5,0	4,1
1/77	3,5	22,5	26,8	5,3	21,5
1/78	2,0	23,4	25,8	7,2	18,6
1/79	3,0	2,6	5,7	10,0	-4,3
1/80	4,0	-10,3	-6,7	11,6	-18,3
1/81	2,3	-2,1	0,1	14,1	-14,0
1/82	2,9	-9,9	-7,3	10,7	-18,0
1/83	1,3	-8,5	-7,3	8,6	-15,9
1/84	1,8	-26,2	-24,9	9,6	-34,5

Tabelist 2 näeme, et 1980.–1984. a. langes Šveitsi frank pidevalt (kursi langus 10,3–26,2%). Seega efektiivne finantseerimismäär oli negatiivne (-6,7 kuni 24,9%). Frangi ja dollari finantseerimismäära vahe sel perioodil on kõikunud 14–34,5%. Ekstremaalne situatsioon tekkis 1984. aastal, kui frankide efektiivne finantseerimismäär oli -24,9%, dollaril 9,6%, vahe 34,5%.

Ameerika firma, kes laenas franke, sai 1 000 000-dollariliselt laenult finantseerimiskulude kokkuhoidu 345 000 \$ (1 000 000 \$ × 34,5%). Kuid laenamine frankides pole alati nii kasulik olnud. Näiteks 1980. a. keskel frangi kurss tõusis, seega tõusis ka efektiivne finantseerimismäär. Järelikult USA firmad, kes laenasid franki, kandis suuremaid kulusid, kui oleks olnud dollareid laenates. Ülaltoodud tabel 2 näitab potentsiaalset finantseerimiskulude kokkuhoidu, kui välisvaluuta kurss langeb, võrreldes kodumaise valuutaga. See näitab ka seda, kui tähtis on firmade välisvaluuta kursi muutuste prognoosimise korrektsus kogu finantseerimisperioodil.

* Madura, J. International financial management. St. Paul, 1992, lk. 399.

Vahetuskursi prognoosimine kui finantsotsuste kriteerium

Kuna mõne firma prognoosimisvõimalused on piiratud, võib osa neist teha otsustusi valuutade muutuste kohta tsüklite järgi. Firmad võivad aluseks võtta need muutused, mis on toimunud viimasel ajal, lootes, et suund jätkub.

Kui firma prognoosib vahetuskursi muutumist (e_f) protsentides finantseerimisperioodiks, võib ta seda kasutada ka välisvaluuta tõhusa finantseerimismäära prognoosimiseks. Prognoositud määra võib võrrelda kodumaise finantseerimismääraga.

Näiteks oletame, et USA firma vajab fonde üheks aastaks ning ta teab, et ühe aasta USA dollari intressimäär on 12% ja Šveitsi frangi laenamisel on intressimäär 8%. Oletagem, et USA firma prognoosib, et Šveitsi frank tugevneb 0,45 \$-lt kuni 0,459 \$-ni ehk järgmise aasta jooksul 2%. Järelikult, oodatav kasu finantseerimisperioodiks e_f [$E(e_f)$] on 2%. Siis oleks oodatav efektiivne finantseerimismäär $E(r_f)$:

$$\begin{aligned} E(r_f) &= (1 + i_f)[1 + E(e_f)] - 1 = \\ &= (1 + 0,08)(1 + 0,02) - 1 = 0,1016 \text{ või } 10,16\%. \end{aligned}$$

Selles näites oleks finantseerimine Šveitsi frankides odavam kui finantseerimine USA dollarites. $E(r_f)$ väärtus on ainult prognoositav ja seetõttu ei ole ta päris kindel. Ei ole ka garantiid, et välisvaluutas finantseerimine oleks tõesti odavam. Oletades, et e_f ei ole teada, võib USA firma proovida arvutada e_f väärtuse, mis teeks välisfinantseerimismäära samaks, nagu on kodumaisel finantseerimisel. Selle arvutamiseks kasutame valemit 2:

$$r_f = (1 + i_f)(1 + e_f) - 1,$$

$$(1 + r_f) = (1 + i_f)(1 + e_f),$$

$$\frac{(1 + r_f)}{(1 + i_f)} = (1 + e_f),$$

$$\frac{(1 + r_f)}{(1 + i_f)} - 1 = e_f. \quad (9)$$

Eelmise näite puhul oli finantseerimismäär 12%, selle võime võtta r_f -i ja 8% i_f -i suuruseks.

$$e_f = \frac{(1 + r_f)}{(1 + i_f)} - 1 = \frac{(1 + 0,12)}{(1 + 0,08)} - 1 = 0,037037 \text{ või } 3,7037\%.$$

Järelikult peaks Šveitsi frank tugevnema umbes 3,7%, et frankides laen maksaks sama palju kui USA dollarites laen. Kui frank näitab tugevnemistendentsi üle 3,7%, siis tuleb laenata dollarites (odavam). Kui frank langeb alla 3,7%, siis on SF-des laen odavam ja otsus tuleb keerulisem. Lõppotsusega võtab firma endale riski.

Vahel peab otsuse vastuvõtmiseks kasutama ka eksperdi abi, mõnel juhul koostatakse lausa suur programm, mis koosneb paljudest prognoosimisvahenditest.

5.6. Finantseerimine valuutaportfelliga

Välisfinantseerimise puhul võivad RVK-d olla võimelised finantseerima ka väiksemate kulutustega ja väiksema riskiga, kasutades valuutaportfelli.

Oletame, et USA firma vajab laenu 100 000 \$ üheks aastaks ja saab järgmised aastased intressimäärade noteeringud:

- * USA dollarites 15%,
- * Šveitsi frankides 8%,
- * Jaapani jeenides 9%.

Tänu küllalt madalatele määradele on kasulik laenata Šveitsi frankides või Jaapani jeenides. Kui USA firma otsustab laenata välisvaluutas, siis on tal kolm võimalust: 1) laenata ainult Šveitsi frank; 2) laenata ainult Jaapani jeene ja 3) laenata mõlemat ehk frankide ja jeenide portfelli.

Finantseerimisvõimalus frankides ja jeenides

Oletame, et USA firma on kindlaks määranud võimaliku hetkekursi muutused (%) ajast, mil laen tehakse, ajani, mil laen tuleb tagasi maksta. Seda näeme mõlema valuuta kohta tabeli 3 teisest tulbast. Iga võimaliku kursimuutuse tõenäosus on näidatud tabeli kolmandas tulbas. Võttes aluseks oletatava intressimäära 8%, on iga võimaliku

kursimuutuse kohta arvatud finantseerimismäära tõhusus. 30%-se tõenäosusega peaks Šveitsi frank tugevnema laenuperioodi jooksul 1% võrra. Kui frank tugevneb 1% võrra, siis finantseerimismäära tõhusus oleks 9,08%. Seega on 30%-ne tõenäosus, et finantseerimismäära tõhusus on 9,08% jne.

Tabeli 3 alumises osas on informatsioon Jaapani jeeni kohta.

Tabel 3

Efektiivse finantseerimismäära võimalik areng

Valuuta	Võimalik hetke- kursi muutus (%) laenuperioodil	Hetkekursi muutu- se tõenäosus (%)	Efektiivne finant- seerimismäär kursi muutuse põhjal
1	2	3	4
Šveitsi frank	1	30	$(1,08)[1+0,01]-1 = 0,0908 = 9,08\%$
SF	3	50	$(1,08)[1+0,03]-1 = 0,1124 = 11,24\%$
SF	9	20	$(1,08)[1+0,9]-1 = 0,1772 = 17,72\%$
Jaapani jeen	-1	35	$(1,09)[1+(-0,01)]-1 = 0,0791 = 7,91\%$
JJ	3	40	$(1,09)[1+(-0,03)]-1 = 0,1227 = 12,27\%$
JJ	7	25	$(1,09)[1+0,07]-1 = 0,1663 = 16,63\%$
SF	$30\%(9,08\%) + 50\%(11,24\%) + 20\%(17,72\%) = 11,888\%$		
YY	$35\%(7,91\%) + 40\%(12,27\%) + 25\%(16,63\%) = 11,834\%$		

Nagu tabeli 3 kahest viimasest reast näha, on mõlema valuuta loodetavad finantseerimiskulud peaaegu samad. Ka risk on peaaegu sama. Kui USA firma valib ühe välisvaluuta finantseerimiseks, on raske otsustada, kumb valuuta on sobivam. Nüüd vaatleme kolmandat finantseerimisstrateegiat — portfelliga finantseerimist.

**Finantseerimine frankide ja
jeenide portfelliga**

Kasutades informatsiooni tabelist 3, näeme, et on kolm võimalust, mille puhul frank annab efektiivse finantseerimismäära. Sama kehtib

ka Jaapani jeeni kohta. Kui USA firma laenab vajatud summast poole välisvaluutades, on tal suuremad võimalused saada efektiivne finantseerimismäär. Kaks esimest tulp tabelis 4 näitavad kõiki võimalikke valuutade kombinatsioone, mille puhul finantseerimismäär on efektiivne. Kolmas tulp näitab nende esinemise tõenäosuse protsenti.

Üks võimalik tulemus Šveitsi frankide ja Jaapani jeenide laenamisel on finantseerimismäär 9,08%-ne ja 7,91%-ne tõhusus. Frangi esinemise tõenäosus on siis 30% ja Jaapani jeeni oma 35%. Nende üheaegse esinemise tõenäosus on 10,5%. Oletades, et pool vajalikest fondidest on laenatud välisvaluutades, on kogu portfelli efektiivne finantseerimismäär 8,495%.

Tuletame meelde, et finantseerimine ainult SF-iga oleks 20%-se tõenäosusega kulukam (17,72%) kui koduse rahaga (vt. tabel 3). Ja finantseerimine Jaapani jeenides oleks 25%-se tõenäosusega olnud kodusest finantseerimisest kulukam (16,63%). Kogu portfelliga finantseerimisel oleks see kulukam ainult 5% (20×25). Selle põhjusi tuleks seletada.

Kui laenatakse mõlemat valuutat, nagu meie näites oli, oleks ainuke võimalus, mille puhul portfell annaks paremaid tulemusi, kui mõlemad valuutad tugevneksid maksimaalselt: 9% SF ja 7% Jaapani jeen (vt. tabel 3). Maksimaalse tugevnemise tõenäosus on 20% SF-l ja 25% Jaapani jeenil. Et mõlema valuuta tugevnemise mõju portfellis oleks korraga maksimaalne, peab nende kombinatsiooni esinemise tõenäosuse protsent olema 5% ($20\% \times 25\%$). Nii on USA firmal 95% võimalus teha valuutaga finantseerimisel vähem kulutusi kui kodumaise finantseerimise korral. See on portfelli eelis.

Loodetavat finantseerimismäära efektiivsust saab arvutada järgmiselt. Teades, et SF-i oodatavad finantseerimiskulud on 11,888% ja Jaapani jeenil 11,834%, siis mõlema valuuta 50%-se laenamise puhul on loodetav finantseerimismäär efektiivsus $0,5(11,888\%) + 0,5(11,834\%) = 11,861\%$. Siit näeme, et kogu portfelli finantseerimise efektiivsus on sarnane üksikute valuutade finantseerimise efektiivsusega. Siiski on portfelliga finantseerimisel risk väiksem. Meie näites ei ole kahe valuutakursi muutused üksteisest sõltuvad. Kui valuutad on omavahel tihedalt seotud, siis ei pruugi portfelliga finantseerimine olla nii kasulik, kui näidatud.

5.7. Korduv finantseerimine valuutaportfelliga

Firma, mis kasutab finantseerimiseks tihti valuutaportfelli, eelistab tavaliselt moodustada finantspaketi, mis tõenäoliselt annab tõhusa fi-

Tabel

Kahes valutas finantseerimise võrdlus

Võimalikud kombinatsioonid efektiivse finantseerimismäära saamiseks		1	2	3	4	Portfelli efektiivne finantseerimismäär (%) (50% fondidest on laenatud igas valutas)
SF Jaapani jeen						
9,08	7,91			(30)(35) = 10,5		$0,5(9,08) + 0,5(7,91) = 8,495$
9,08	12,27			(30)(40) = 12,0		$0,5(9,08) + 0,5(12,27) = 10,675$
9,08	16,63			(30)(25) = 7,5		$0,5(9,08) + 0,5(16,63) = 12,885$
11,24	7,91			(50)(35) = 17,5		$0,5(11,24) + 0,5(7,91) = 9,575$
11,24	12,27			(50)(40) = 20,0		$0,5(11,24) + 0,5(12,27) = 11,755$
11,24	16,63			(50)(25) = 12,5		$0,5(11,24) + 0,5(16,63) = 13,935$
17,72	7,91			(20)(35) = 7,0		$0,5(17,72) + 0,5(7,91) = 12,815$
17,72	12,27			(20)(40) = 8,0		$0,5(17,72) + 0,5(16,63) = 14,995$
17,72	16,63			(20)(25) = 5,0		$0,5(17,72) + 0,5(16,63) = 17,175$

nantseerimismäära teatud aja jooksul. Kui portfelliga finantseerimise efektiivsus on muutuv, siis on risk iga perioodi jaoks suurem. Portfelli muutumine on tingitud seda moodustavate valuutade korrelatsioonist ja üksikute valuutade kõrvalekalletest.

Me võime kasutada portfelli muutusi muutlikkusastme määramiseks. Kahe valuutaga **portfelli finantseerimise tõlkest aja jooksul** saab arvutada vastavalt järgmisele valemile:

$$\text{VAR}(r_p) = W_A^2 Q_A^2 + W_B^2 Q_B^2 + 2W_A W_B Q_A Q_B \text{CORR}_{AB}, \quad (9)$$

kus

CORR — kahe valuuta korrelatsioonikoefitsient,

W_A ja W_B — valuutade A ja B osa portfellis (%),

Q_A^2 ja Q_B^2 — iga valuuta efektiivse finantseerimismäära muutumine aja jooksul.

Illustreerimaks, kuidas portfelli efektiivse finantseerimismäära muutus on seotud üksikute valuutade kursimuutusega, vaatame näidet.

Kolme kuu jooksul oli Kanada dollari ja Šveitsi frangi efektiivne finantseerimismäär vastavalt 3% ja 2%.

Kanada dollari efektiivse finantseerimismäära standardhälve oli 0,04 ja Šveitsi frangi oma 0,09.

Kahe valuuta efektiivse finantseerimismäära korrelatsioonikoefitsient oli 0,10.

Informatsiooni põhjal oleks selle portfelli efektiivsus, mis koosneb 50% Kanada dollaritest ja 50% Šveitsi frankidest, järgmine:

$$\begin{aligned} r_p &= W_A r_A + W_B r_B = 0,5(0,03) + 0,5(0,02) = \\ &= 0,015 + 0,01 = 0,025 \text{ või } 2,5\%. \end{aligned} \quad (10)$$

Aja jooksul on portfelli efektiivsus muutunud:

$$\text{VAR}(r_p) = 0,5^2(0,04)^2 + 0,5^2(0,09)^2 + 2(0,5)(0,5)$$

$$(0,04)(0,09)(0,10) = 0,25(0,0016) + 0,25(0,0081) +$$

$$+0,00018 = 0,0004 + 0,002025 + 0,00018 = 0,002605 \text{ või } 0,26\%.$$

Ülaltoodud näide teeb selgeks, kuidas RVK võib kasutada varasemaid andmeid, et kindlaks määrata efektiivset finantseerimismäära

ja kahe valuutaga portfelli efektiivsuse muutust. Siiski ei ole varasemate näitajate arvestamine alati andnud loodetud tulemusi. Portfell ei pea alati koosnema kahest valuutast, võib kasutada ka mitut valuutat, seetõttu on portfelli efektiivsuse arvutamine ja otsuste vastuvõtmine keerulisem.

6. Rahvusvaheliste korporatsioonide pikaajaline finantseerimine

Rahvusvahelised korporatsioonid kasutavad fonde, et finantseerida pikaajalisi projekte. Selleks laenavad nad nii kodumaa kui ka välismaa fonde. Finantseerimisotsuste vastuvõtmisel on kriitiliseks momendiks õige valuuta valik. On mitu sarnast aspekti lühiajalise finantseerimisega:

1) efektiivne finantseerimismäär sõltub nii noteeritud intressimäärast kui ka laenatava valuuta kursi muutusest laenuperioodi jooksul;

2) nii nagu lühiajaliste laenude puhul varieerub tulu obligatsioonidelt olenevalt valuutast. Laenaja peab tegema kupongimakseid selles valuutas, milles obligatsioon on emiteeritud. Kui valuutakurs tõuseb võrreldes koduvaluutaga, suurenevad ka kulud kupongimaksetele.

Tehes pikaajalise finantseerimise otsuse, peab rahvusvaheline korporatsioon:

- 1) määrama vajaminevate fondide hulga;
- 2) ennustama hinna, millega ta hakkab obligatsioone müüma;
- 3) ennustama perioodilise kursi väärtuse valuuta kohta, milles on planeeritud emiteerida obligatsioone.

Seda informatsiooni kasutatakse obligatsioonide finantseerimiskulude määramiseks, mida võrreldakse finantseerimiskuludega koduvaluutas. Selle alusel tehakse lõplik otsus. Illustreerimaks, kuidas see protseduur toimub, toome näiteid Euroobligatsioonidega finantseerimisel.

6.1. Finantseerimine obligatsioonidega (stabiilses valuutas)

Oletame, et USA-s baseeruv RVK emafirma vajab 1 000 000 \$ laenu kolmeks aastaks. See on küllaltki lühike aeg võlakohustusega finantseerimiseks, kuid nii saab näide lihtsam. Oletame, et firma usub,

et saab müüa obligatsioone dollarites 14%-se kupongimääraga. Tal on ka alternatiivne võimalus emiteerida obligatsioone Saksa markades, mida saaks müüa Euroobligatsioonide turul ning konverteerida need USA dollariteks, et saada vajaminev summa. Hiljem vajab firma iga-aastaste kupongimaksete tegemiseks jälle marku. Oletame, et marga jooksev vahetuskurss on 0,50 \$. Firma vajab 2 miljonit marka (1 000 000/0,50 \$ marga kohta), et saada 1 miljon dollarit, mida ta esialgu vajab. Firma usub, et võib müüa marga obligatsioone nominaalväärtusega, kui kupongimäär on 10%. Vahetuskursi muutust ei ole ette näha ja kupongimakseid tehakse kord aastas. Tabelis 5 on näidatud mõlema alternatiivse variandi finantseerimise kulud. Kuna pole täpselt teada marga kurss, siis vajatud dollarite summa igaks aastaks ei ole teada. Kui firma suudab prognoosida tulevast marga vahetuskurssi, siis saab ta ligikaudu võrrelda mõlema finantseerimisvariandi puhul vajaminevaid summasid.

Tabel 5

**Kulude võrdlus obligatsioonidega
finantseerimisel USA dollarites ja Saksa markades**

Finantseerimise alternatiivid	Maksed aasta lõpuks		
	1. a.	2. a.	3. a.
1. Obligatsioonid USA dollarites	140 000	140 000	1 140 000
Finantsmaksete nüüdisväärtus (diskontomäär 14%)	122 807	107 725	769 468
Kogu finantseerimise nüüdisväärtus (diskontomäär 14%)	122 807	230 532	1 000 000
2. Obligatsioonid Saksa markades	200 000	200 000	2 200 000
Dollarite väljavool, oletades, et vahetuskurss ei muutu	100 000	100 000	1 100 000
Ligikaudne markadega finantseerimise nüüdisväärtus (diskontomäär 14%)	87 719	76 947	742 469
Ligikaudne kogu finantseerimise nüüdisväärtus (diskontomäär 14%)	87 719	164 666	907 135

Jooksvad finantsmaksed diskontomääraga 14% arvutame järgmise valemiga*:

* Raudsepp, V. Korporatsioonide rahandus ja investeeeringud. Tartu, 1993, lk. 38-39.

$$PV = FV_n \left[\frac{1}{(1+i)^n} \right],$$

kus

FV_n — annuiteedi tulevane väärtus n aasta lõpus,

i — aastane liitintressi määr,

n — annuiteedi kestus aastates.

Kulude võrdluse puhul tuleb kõigepealt kindlaks teha väljamakse väärtus hetkel. Kui firma finantseerib obligatsioonidega dollarites, siis väljamaksete hetkeväärtus on $122\,807 + 107\,725 + 769\,460 = 1\,000\,000$ \$. Kui firma finantseerib obligatsioonidega markades, siis oleks väärtus $87\,719 + 76\,947 + 742\,469 = 907\,135$ \$. Loomulikult valib firma odavama variandi, s.o. laenamise Saksa markades. Siiski peab meenutama, et tegelik finantseerimise maksumus ei ole kindel. On ebareaalne, et mark jääks täiesti stabiilseks valuutaks kogu perioodi vältel.

6.2. Finantseerimine obligatsioonidega (tugevas valuutas)

Tõestamaks, et ka markades finantseerimisega kaasneb risk, oletame, et mark tugevneb esimese aasta lõpuks 0,50 \$-lt 0,55 \$-ni, teise aasta lõpuks 0,60 \$-ni ning kolmanda aasta lõpuks 0,65 \$-ni. Tabelist 6 näeme, millised oleksid siis USA firma kulutused.

Tabel 6

Finantseerimine markades tema tugevnemise perioodil

	Aasta lõpp		
	1. a.	2. a.	3. a.
Maksed Saksa markades	200 000	200 000	2200 000
Marga kurss maksmise hetkel	0,55 \$	0,60 \$	0,65 \$
Maksed USA dollarites	110 000	120 000	1 430 000
Finantseerimise nüüdisväärtus			
hetkel (diskontomäär 14%)	96 491 \$	92 336 \$	965 209 \$
Kogu finantseerimise nüüdisväärtus	96 491 \$	188 827	1 154 036 \$

Sellest näitest selgub, et finantseerimine obligatsioonidega välisvaluutas võib olla riskantne, kuigi niisugust marga tugevnemist ei pruugi ette tulla. Risk on olemas, kuna maksmistähtaeg on kaugel ega ole

võimalik ette näha valuutakursi muutust. Sel põhjusel ei riski paljud firmad finantseerida obligatsioonidega välisvaluutas.

6.3. Finantseerimine obligatsioonidega (nõrgas valuutas)

Nõrgeneva valuutaga finantseerimine aitab vähendada kulutusi maksetele. Selle selgitamiseks kasutame sama infot nagu eelmise näite puhul. Oletame ainult, et vahetuskurss langeb esimese aasta lõpuks 0,50 \$-lt 0,45 \$-ni, teisel aastal 0,40 \$-ni ja kolmanda aasta lõpuks 0,35 \$-ni.

USA firma kulutusi näitab sellisel juhul järgmine tabel:

Tabel 7

Finantseerimine Saksa markadega selle nõrgenemise perioodil

	Aasta lõpp		
	1. a.	2. a.	3. a.
Maksed Saksa markades	200 000	200 000	2200 000
Marga kurss maksmise hetkel	0,45 \$	0,40 \$	0,35 \$
Maksed USA dollarites	90 000	80 000	770 000
Finantseerimise nüüdisväärtus (diskontomäär 14%)	78 947	61 557	519 728
Kogufinantseerimise nüüdisväärtus	78 947	140 504	660 232

6.4. Meetmeid obligatsioonide hindamiseks

Firma, mis vajab pikaajaliseks finantseerimiseks fonde, peab hooliga kaaluma, millise valuutaga finantseerida. Selleks on järgmised võimalused:

1. **Tõenäoliste vahetuskursside kasutamine.** See tähendab, et iga perioodi kohta, mil tuleb makseid tasuda, koostatakse tõenäosuse tehe. Sel juhul arvutatakse vahetuskursi oodatav väärtus (*expected value of the exchange rate*), korrutades võimaliku kursi väärtuse ja tema tõenäosuse. Oodatavat väärtust saab kasutada selleks, et ennustada summa suurust, mis tuleb maksta obligatsioonide hoidjatele igal perioodil. See suurus võib periooditi erineda. Kuna niisuguse lähenemise korral ei arvestata mingeid kõikumispiire, milles kursi väärtus võib muutuda, siis on raske ka riski hinnata.

2. **Mudelite kasutamine.** Arvutitega koostatud mudelid võivad olla abiks pikaajalist finantseerimist puudutavate otsuste tegemisel.

Oletagem, et USA firma vajab 2 000 000 \$, et emiteerida obligatsioone neljaks aastaks. Ta kaalub, kas lasta välja obligatsioone dollari-tes või Briti naelades. Oletame, et kupongi intressimäär naeladele oleks 10% ja neid saaks müüa nominaalväärtusega. Hetkel on naelade vahetuskurss 2,00 \$, siis oleks obligatsioonide nominaalväärtus 1 000 000 naela. Omanik saab järgmise nelja aasta jooksul iga aasta lõpul 100 000 naela (10% nominaalväärtusest). Neljanda aasta lõpuks tuleb kõik tasuda. Oletame, et ühe aasta pärast loodeti vahetuskurssi vahemikus 1,80 \$–2,20 \$ ja arvati hiljem tugevnevat igal aastal 10–20%.

USA firma võib selle info sööta arvutisse ja lasta koostada mudeli. Nii saab arvutiga kätte andmed, kui palju tuleb igal aastal kulutusi teha. Kasutades näite informatsiooni ja mudelit saame teada (vt. tabel 8), et on olemas 90%-line võimalus, et finantseerimise maksumus on vähemalt 2 545 000 \$, 80%-line võimalus, et see summa on 2 672 000 jne.

Tabel 8

**Finantseerimise maksumuse prognoosimine
arvuti programmi abil**

Kulutused obligatsioo- nide diskon- teerimisel (tuh. \$)	Tõenäosus, et väärtus on suurem kui enne								
	90%	80%	70%	60%	50%	40%	30%	20%	10%
1. Tugev nael	2,545	2,672	2,745	2,802	2,831	2,880	2,964	3,028	3,096
2. Keskmise tu- gevusega nael	1,803	1,841	1,906	1,960	2,004	2,047	2,089	2,121	2,169
3. Nõrk nael	1,222	1,264	1,298	1,334	1,350	1,371	1,399	1,422	1,459

Firmati erinevad finantseerimisotsused väga isegi juhul, kui modelleerimise tulemused on ühesugused. See sõltub firmade tahtmisest riskida. Väga konservatiivsed firmad riskivad ainult juhul, kui tõenäosus on lähedal 100%-le.

6.5. Kõikuva intressiga Euroobligatsioonid: lisarisk, mida peab arvestama

Euroobligatsioone antakse tihti välja mitte kindla, vaid kõikuva kupongimääraga. See tähendab, et ta kõigub koos teiste turuintressimääradega. Näiteks võib kupongimäär olla seotud *London Interbank*

Offer Rate‘iga (LIBOR). See on niisugune, millega Europangad üksteisele fonde laenavad. Kõikuva intressimääraga finantseerimine võib vahel olla kasulik, kui see väheneb (firma ei ole seotud siis kõrgema kursiga, mis võis kehtida tehingu sõlmimise ajal). Kuid võib olla ka vastupidi.

Kui kupongimäär on fikseeritud, siis ainuke suurus, mida pole teada, on valuutade vahetuskurs. Kui kupongimäär kõigub, siis tuleb oletusi teha mitte ainult vahetuskursi, vaid ka intressimäärade kohta. Nende suuruste leidmiseks võib kasutada mudeleid ja leida võimalikud väljaminekud kupongi intressimäära muutuste korral.

6.6. Välisvaluutas võetud laenude vahetuskursi muutustega seotud riski hüvitamine

Siiani oleme vaadelnud juhtumeid, kus välisvaluutas emiteeritud obligatsioonid ei ole kaitstud valuuta vahetuskursi muutuste eest. Tegelikult kasutab hulk firmasid oma sissetulekuid samas valuutas, et hüvitada obligatsioonide kaudu saadud kaotusi. Nii on firmal tihti võimalik oma rahavoogu stabiliseerida.

Isegi kui firma ei looda saada samas valuutas tulu, võib ta mõnikord välja anda obligatsiooni mingis välisvaluutas, et oma rahavoogu stabiliseerida. Oletame, et USA firma ekspordib tihti kaupu Saksamaale dollarite eest. Kui dollar tugevneb, muutub eksport Saksa ostjale kalliks ega julgusta teda enam USA kaupu tarbima. Nii võivad väheneda sissetulekud ja mõjutada kogu rahavoogu. Kui aga dollar nõrgeneb, suurenevad seega väljaminekud, et tasuda kupongimakseid. Osaliselt on võimalik väljamaksete suurenemist hüvitada, kuna rahavoog suureneb seoses ekspordi suurenemisega (tänu dollari nõrgenemisele on Saksamaale kasulik osta kaupu USA-st).

Kui välisvaluutas obligatsiooni kupongimäär on madalam kui kodumaa valuutal, siis võib firma välja anda obligatsiooni selles valuutas ja kohe kindlustada seda *forward*-turul. Firma võib ette osta välisvaluuta *forward*‘eid iga perioodi jaoks, kui tal on vaja makseid teha. Turu tulevast kurssi ei tea aga ette, nii et ka siin riskitakse. Riskiga tuleb arvestada pidevalt, kui emiteeritakse obligatsioone välisvaluutas, sest kursid muutuvad. On olemas valuutasid, mis on kindlamad kui teised. Näiteks USA firmal on kasulikum laenata Kanada dollareid kui Saksa marku, sest kõikumine dollari suhtes on Kanada dollaril väiksem.

6.7. Pikaajaline finantseerimine mitme valuutaga

Siiani oleme vaadelnud juhtumeid, kus firma teeb valiku, millises valuutas oleks kõige soodsam obligatsiooni välja anda. Mõnikord võib olla aga kasulikum pakkuda laenajale mitmest valuutast koosnevat portfelli. Kuna laen on pikaajaline, siis võib niisugune moodus vähendada riski, sest osa valuutasid võib tasa teha teiste tekitatud kulutusi. Võtame näiteks USA firma, mis annab välja obligatsiooni ja arvestab nelja võimalusega:

- 1) USA dollar,
- 2) Jaapani jeen,
- 3) Šveitsi frank,
- 4) Jaapani jeeni ja Šveitsi frangi portfell.

Oletame, et USA dollarites välja antud obligatsiooni intressimäär on 14%, jeenides ja frankides on see 8%. Loodetakse, et kõiki obligatsioone saab müüa nominaalväärtusega.

Oluline on erinevus dollarites ja välisvaluutas emiteeritud obligatsioonide vahetuskursi vahel. Kui Šveitsi frank tugevneb dollari suhtes, võivad finantseerimiskulud frankides olla suuremad kui dollarites. Kui Jaapani jeen tugevneb oluliselt USA dollari suhtes, siis on finantseerimiskulud jeenides obligatsioonile suuremad kui dollarites. Kui need valuutad aga nõrgenevad USA dollari suhtes, siis on finantseerimine nendes valuutades odavam kui USA dollarites.

Tegelikkuses aga puudub garantii, et nende valuutade kurss muutuks vastupidises suunas. Siiski suurendab mitme valuuta kasutamine võimalust, et finantseerimiskulud on väiksemad kui oma maa rahaga finantseerimisel. Kasutada võib ka rohkem kui kaht valuutat. See võib küll suurendada muid kulutusi (reklaam, trükkimine jne.) obligatsioonide emiteerimisel, kuid neid võib korvata obligatsiooni omanikele raha väljavoolu vähenemisega.

Obligatsioonid mitmes valuutas (*currency cocktail bonds*)

Selle meetodi puhul finantseerib firma mitmes valuutas korraga, kuid ei anna iga valuuta jaoks välja eraldi obligatsiooni. Euroväärtpaperiturul võib seda eelistada, kuna risk väheneb.

Kaks kõige kuulsamat seda liiki obligatsiooni on *European Currency Unit* (ECU) ja *Special Drawing Right* (SDR). ECU on seotud

Euroopa valuutadega ja tema väärtus muutub ainult siis, kui teda moodustavate valuutade väärtus muutub. Põhilised ECU kasutajad on Euroopa rahasüsteemi liikmed.

ECU on muutunud populaarseks mitmel põhjusel. Seda on kasutatud autode hindamiseks, hotelliarvete eest maksmiseks ning laenude ja deposiitide denomineerimiseks. ECU on suhteliselt stabiilne, sest ühe või kahe valuuta muutumine ei mõjuta kogu ECU väärtust kuigi suurelt.

SDR oli algul kasutusel kui välisvaluuta fondi reserv, kuid nüüd kasutatakse seda panga deposiitide ja obligatsioonide denomineerimiseks ning mitmesuguste teenuste eest tasumisel. SDR-i väärtust hinnati kuni 1974. aastani kullas, sellest ajast aga valuutakorviga 16 valuutast. Valiti need valuutad, milles tehti vähemalt 1% maailma kaubandustehingutest. IMF hindas nende väärtust selle järgi, kui sagedasti neid ekspordi eest maksmiseks kasutati.

1978. aasta 1. juulil vaatas IMF üle SDR-i korvi ja tegi ümberpaigutusi vastavalt valuutade tähtsuse muutumisele maailmakaubanduses, asendades kaks valuutat. Ka 1. jaanuaril 1981. aastal muudeti SDR-i korvi ja lihtsustati selle koostist. Nüüd on seal viis valuutat. SDR-i lihtsustamine on suurendanud selle kommertskasutamist.

Kahe valuuta obligatsioonid

Enne 1971. aastat anti enamik rahvusvahelisi obligatsioone välja USA dollarites. Investeeringad aga märkasid pärast dollari devalveerimist nendes väärtpaberites sisalduvat suurt riski. 1973. aastast rakendati enamiku tähtsamate valuutade suhtes kõikuvat vahetuskurssi. Nii sõltus obligatsiooni väärtus peale intressimäära kõikumise ka vahetuskursside muutumisest. Obligatsiooni emiteerijad otsisid uusi teid, et muuta see ostjatele huvitavaks. Mõned firmad andsid välja kahe valuuta obligatsioone (*dual currency bond*), mille puhul mõlema valuuta nominaalväärtused on kindlaks määratud. Kahe valuuta obligatsiooni puhul ostetakse seda ühes valuutas, milles tasutakse ka intressimakseid, obligatsiooni lunastamine toimub aga teises valuutas. Et ka lunastussumma on kindlaks määratud, võib kahe valuuta obligatsioon vaadelda kui harilikku obligatsiooni ja *forward*-lepingu kogumit. Kahe valuuta obligatsioonide eesmärk:

- 1) kindlustada valuutakursi kõikumisest tuleneva riski vastu;
- 2) võita lisakasumit vahetuskursi muutusest.

Kahe valuuta obligatsioone on kasulik osta juhul, kui selle ostuvaluuta kurss lunastusvaluuta suhtes langeb.

7. Swap'ide kasutamine riski piiramiseks

Kui RVK-d annavad välja obligatsioone, võivad nad riski piiramiseks kasutada *swap*'e.

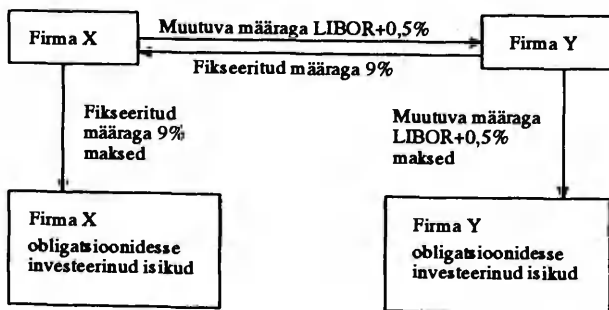
Kõige üldisemas plaanis on *swap* finantstehing, milles kaks turul osalejat lepivad kokku vahetada kindlal ajavahemikul maksevooge (nõudmisi või kohustusi).

Olenevalt eesmärgist toimub kas kapitali vahetus erinevates valutades ehk **valuuta-*swap***, intressimaksete vahetus e. intressimäära *swap* või mõlema kombinatsioon.

Intressimäära *swap*'e kasutatakse selleks, et vähendada intressimäära riski, ja valuuta-*swap*'e, et vähendada vahetuskursi muutumisega seotud riski.

7.1. Intressimäära *swap*

Kuna on suurenenud Euroväärtpaberituru tähtsus, siis on muutunud populaarsemaks ka intressimäära *swap*'id. Nad võimaldavad firmal vahetada fikseeritud määraga maksed muutuva määraga maksete vastu. Intressimäära *swap*'e kasutavad obligatsioonide emitendid, sest nendega on võimalik teha paremaks tulevased obligatsioonimaksed (vt. joonis 3).



Joonis 3. Intressimäära *swap*.

Näide

Oletame, et kaks firmat X ja Y soovivad laenata endale kapitalitult 5 aastaks 10 mln. DM. Firma Y eelistab madala reitingu tõttu, et vältida intressimuutuste riski, laenata fikseeritud intressiga. Sel ajal on firma X (kõrge reitinguga) huvitatud muutuva intressiga vahendite saamisest. Kuna mõlemad on huvitatud ühest ja samast valuutast ja summast, siis kasutavad nad intressi-*swap*'i.

Võlgnik	Tehingu tingimus	Muutuva intressiga vahendid	Fikseeritud intressiga vahendid
X		LIBOR + 0,5%	7,5%
Y		LIBOR + 1,5%	9,0%

Selleks sõlmivad firma X ja Y intressi-*swap*'i lepingu, mis sisaldab fikseeritud ja muutuva intressimaksete vahetamiskokkuleppeid.

Intressi-*swap*'i kasulikkust mõlemale poolele jälgime, võrreldes *swap*'ita ja *swap*'iga laenukulusid.

Tabel 9

Swap'ita ja *swap*'iga laenukulude võrdlus

	Firma X	Firma Y	Kokku
<i>Swap</i> 'ita:			
Laenukulud	-(LIBOR+0,5%)	-9%	-(LIBOR+9,5%)
<i>Swap</i> 'iga:			
<i>Swap</i> 'i kaudu rahavoo juurdevool	+7,5%	+(LIBOR+1,5%)	
<i>Swap</i> 'i kaudu rahavoo väljavool	-(LIBOR+1,5%)	-7,5%	
Netokulud:	-(LIBOR+1,5%)	-7,5%	-(LIBOR+9%)

Selles situatsioonis peab *swap*-leping sisaldama nii firma Y kompensatsioonimakset firmale X kui ka klauslit (kokku 0,5%) võrdsete kulusoodustuste jaotamise kohta.

Kui kompensatsioonimakseid määratakse kindlaks 1,25% aastas, kujunevad X firmal aastased laenukulud tasemel LIBOR+0,25% (LIBOR+1,5%–1,25%) ja firmal Y 8,75% (7,5%+1,25%).

Lõppkokkuvõttes saavad mõlemad osapooled tehingust kasu 0,25% ulatuses ehk 25 000 DM aastas ($10 \text{ mln.} \times 0,25 : 100$).

Ülaltoodud näide demonstreeris kohustuse-*swap*'i (*liability-swap*). Analoogselt kohustuse-*swap*'iga vahetatakse ka varaobligatsiooni-*swap*'i puhul (*asset-swap*) kapitalisummasid ja/või intressimakseid. Siin ei ole tegemist laenuvõlgade intressikohustustega, vaid intressinõuetega, mis tulenevad fikseeritud või muutuva intressiga laenudest ja valuutadest.

Swap'i allvormina eksisteerivad **kupongi-*swap***'id (*coupon swap*), mille puhul üks muutuva intressiga maks vahetatakse fikseeritud intressiga makse vastu.

On olemas baas-*swap* (*basis swap*), mille puhul vahetatakse kaks erineva intressialusega (LIBOR, FIBOR...) varieeruvat intressimakset.

Varaobjekti-*swap*'i (*asset-swap*) puhul pannakse ettevõtte olukorda, mis peab viima aktiivse intressimänerduse realiseerumisele, portfelli tulude parandamisele ja riski vähendamisele.

Swap'i-tehnika kasutamise eelduseks on väärtpaberite ostmine või omamine, millelt investor saab intressimakseid.

Varaobjekti-*swap*'i kasutamine võimaldab paindlikult reageerida intressi muutumise tendentsile ilma väärtpaberite ostu- või müügitehingust tulenevate lisakuludeta.

Näide

Firma A omandas 1. 07. 88 muutuva intressiga obligatsioonid summas 200 000 DM veerandaastase intressikoostolastusega (FIBOR + 0,5%). Ta lähtub aasta pärast sellest, et intressimäär (FIBOR = 6,5%) enam ei tõuse. Vastaspool firma B lähtub edasi tõusvast intressimäärast ja on nõus oma väärtpaberid, fikseeritud intressimääraga 7% aastas (intressi maksmine iga aasta 1. 04. ja 1. 10.), vahetama firmaga A.

Kui firma A oleks ära müünud muutuva intressiga ja selle eest ostnud fikseeritud intressiga väärtpaberid, oleks ta 200 000 DM-se koguse puhul maksnud makse 1,2% (2400 DM). See kehtib täpselt samuti vastaspoole kohta.

Oletame, et FIBOR on järgmise aasta keskpaigani tõusnud pidevalt 8% tasemele. Siis näevad firma A seisukohalt selle ajani toimunud intressimaksete rahavood välja järgmiselt:

1.10.89	Sissemaks muutuva intressiga (7% 3 kuu eest)	+3 500 (200 000 : 4×7%)
	Väljamaks muutuva intressiga (7% 3 kuu eest)	-3 500
	Sissemaks fikseeritud intressiga (7% 6 kuu eest)	+7 000 (200 000 : 2×7%)
1.01.90	Sissemaks muutuva intressiga (7,25%, s.o. FIBOR-i tõus)	+3 625
	Väljamaks muutuva intressiga (7,25% 3 kuu eest)	-3 625
1.04.90	Sissemaks muutuva intressiga (7,5%)	+3 750
	Väljamaks muutuva intressiga (7,5%)	-3 750
	Sissemaks fikseeritud intressiga	+7 000
1.07.90	Sissemaks muutuva intressiga (8%)	+4 000
	Väljamaks muutuva intressiga (8%)	-4 000

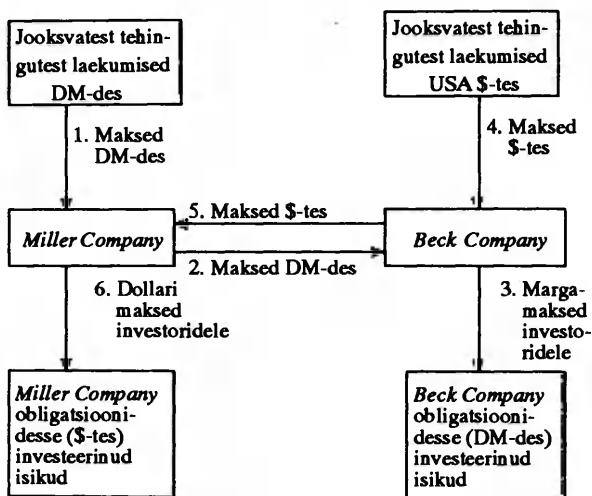
Firma A on *swap*'i kaudu intressimuutumise riski välja lülitanud, kuna muutuvat intressi puutuvad rahavood omavad ainult katkematult läbivat seisundit. Tulemuseks on ainult pooleaastased kindlaintressi- lised maksed. Kuna see intressimaksmise viis võimaldab esialgu mõle- male osapoolle maksude säästmist, tõuseb edasises lepinguprotsessis ainult ühe poole intressiarve. Mõeldavad on situatsioonid, milles mõ- lemad saavad soodustusi.

On vajalik märkida kaht liiki piiranguid *swap*'i kasutamisel. Esi- teks, selleks et otsida sobivat kandidaati *swap*'i tegemiseks, kulub aega ja vahendeid. Teiseks, mõlemad *swap*'i pooled riskivad, kuna üks osapool võib jätta maksmata. Et seda riski vähendada, kasutatakse vahendajaid.

7.2. Valuuta-*swap*

See võimaldab firmadel aeg-ajalt vahetada valuutasid. Näiteks USA firma *Miller Company* soovib välja anda obligatsioone markades, kuna ta suudab maksta markadega tänu olemasolevatele tehingute- le. Siiski pole see firma küllalt teada investeerijatele, kes kaaluvad obligatsioonide ostmist markades. Oletame, et *Beck Company* soo- vib välja anda obligatsioone dollarites, kuna tema sissetulekud on põhiliselt dollarites. Ka see firma pole küllalt tuntud, et investee- ri-

jad ostaksid tema obligatsioone. Kui aga *Miller* on teada dollarites obligatsiooniturul ja *Beck* markades obligatsiooniturul, siis võivad toimuda järgmised tehingud: *Miller* annab välja obligatsioone dollarites ja *Beck* markades ning *Miller* hoolitseb *Beck*'i markades maksmise eest ja vastupidi (vt. joonis 4).



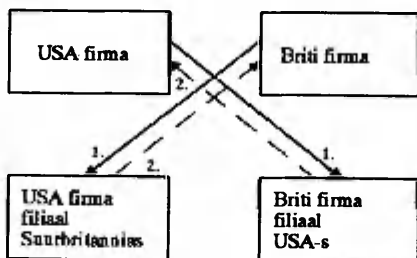
Joonis 4. Valuuta-swap

Teine sarnane võimalus vajaliku välisvaluuta saamiseks on **paralleelne laen**, mis on üheaegne kahe poole kokkuleppega maksta laen kindlal ajal tulevikus. Näiteks oletame, et RVK USA emafirma tahab laiendada oma Briti tütarfirma finantseerimist ning RVK Briti emafirma tahab teha seda Ameerikas. Briti emafirma varustab RVK USA tütarfirmat Briti naeladega ja vastupidi. Laenulepingus kindlaks määratud ajal makstakse laenu tagasi. Briti tütarfirma kasutab tulu naelades, et ära maksta Briti kompaniile, kes andis laenu (vt. joonis 5).

8. Euroväärtpaberid kui pikaajaline investering

Mõningatel juhtumitel eelistavad rahvusvahelised korporatsioonid Euroväärtpaberitesse investeerimist finantseerimisele. Euroväärtpa-

berite hindamine investeerija seisukohalt on sarnane laenaja seisukohaga. Olulisemad asjaolud otsustuse vastuvõtmisel on intressimäära pariteet ja vahetuskursi muutumine.



Joonis 5. Paralleellaenu.

Euroväärtpaberite hindamine investeerija seisukohalt

Oletame, et USA firma on huvitatud 1 000 000-dollarisest investeeringist neljaks aastaks. Aeg on võetud suhteliselt lühike, et näide oleks lihtsam. Oletame, et investeerija ostab USA valitsuse poolt nominaalväärtusega välja antud obligatsioone 13%-lise kupongimääraga. Firma teine võimalus oleks osta nominaalväärtusega Briti valitsuse obligatsioone naelades, 15%-lise kupongimääraga. Eeldatakse, et kupongimakseid makstakse iga aasta lõpus. Dollarites obligatsioonid annaksid igal aastal 130 000 dollarit ($13\% \times 1\,000\,000$). Briti naela esialgne vahetuskurss on 2,00 \$, nii oleks obligatsiooni nominaalväärtus esialgu 500 000 naela ja kupongimaksed 75 000 ($15\% \times 500\,000$). Et leida, kui palju tuleks sularaha igal aastal sisse, on vaja ennustada naela vahetuskurssi iga aasta kohta:

Aasta lõpp	Ennustus Briti naela kohta
1.	1,95 \$
2.	1,90 \$
3.	1,85 \$
4.	1,80 \$

Investeerija ülesandeks on teha valik teadaolevate sissetulekute (dollarites laenu eest) ja ebakindlate sissetulekute (naelades laenu

eest) vahel. Tabeli 10 järgi tuleb hinnata sissetulekuid ja neid analüüsida.

Tabel 10

Investeeringisvariant	Aasta lõpul loodetav tulu			
	1.	2.	3.	4.
1. Obligatsioonide ostmise dollarites	130 000	130 000	130 000	1 130 000
2. Obligatsioonide ostmise naelades — tulu naelades	75 000	75 000	75 000	575 000
Tulu dollarites vastavalt ennustatud kursile	146 000	142 500	138 750	1 035 000
Naelades investeerimise nüüdiseväärtus vastavalt ennustatud kursile (\$)				
(diskontomäär 13%)	129 425	111 598	96 161	634 785
Naelades koguinvesteeringu nüüdiseväärtus (diskontomäär 13%)	129 425	241 023	337 184	971 969

Esimene rida näitab sissetulekut dollarites pärast obligatsioonide ostmist. Teine rida näitab sissetulekut naelades. Ülejäänud numbrid näitavad sissetulekut dollarites vastavalt ennustatud vahetuskursile.

Investeeringu seisukohalt on obligatsioon dollarites hetkel kõrgema väärtusega. Peale selle on ta soodsam, kuna tulevane kasu on täpselt teada. Välisvaluutas finantseerimisega käib kaasas ikkagi vahetuskursi muutusega kaasnev risk.

Kui nael dollari suhtes tugevneks, oleks kasulik investeerida naelades obligatsioonidesse. Kes tahab riskida, see investeerib naeladesse, kuid konservatiivsemad firmad seda tavaliselt ei tee.

Nii nagu laenajad nii ka investeerijad võivad kasutada tulevaste rahavoogude prognoosimiseks mudeleid. Vahe on vaid selles, et investeerija soovib saada maksimaalset kasu sissetulekutest, aga laenaja soovib võimalikult vähendada väljaminekuid.

9. Korporatsiooni rahvusvaheliste kaubandustehingute finantseerimine

Rahvusvaheliste korporatsioonide tähtsus rahvusvahelises kaubanduses on aegade jooksul järjest kasvanud. See tendents ilmneb

kõige selgemalt kommertspankade töö kaudu. Nimelt on rahvusvahelise kaubanduse finantseerimisel hulk eripärasid võrreldes sisekaubanduse finantseerimisega.

1. Eksportija võib esitada küsimusi importija maksevõimelisuse kohta.

2. Isegi juhul kui importija on maksuvõimeline, võib valitsus astuda samme, mis ei lase eksportijatele tasuda.

3. Importija ei pruugi uskuda, et ta tellitud kauba kätte saab.

4. Isegi kui kaup saadetakse, võib ta tolli- või transpordiraskuste tõttu hiljaks jääda.

Tihti tulenevad raskused info puudumisest. Kommertspankadel on võimalik neist üle saada, kasutades niisuguseid finantseerimismetodeid, mida kirjeldatakse allpool.

9.1. Maksetingimused rahvusvahelises kaubanduses

Igasugust rahvusvahelist tehingut kindlustab krediidiga kas tootja (eksportija), ostja (importija), üks või mitu finantsasutust või mingi kombinatsioon nendest osavõtjatest. Eksportijal võib olla küllalt vahendeid, et katta kogu kaubandustsükkel, alates tootmisest kuni raha laekumiseni ostjalt. Sellisel juhul on tegemist hankija krediidiga (*supplier credit*). Mõnel juhul võib hankija taotleda pangalt oma rahavoo toetamist. Kui hankija ei soovi tagada finantseerimist, tuleb ostjal endal finantseerida tehingut koos oma pangaga. Mõlemal juhul saavad pangad olla kaubanduse finantseerimise lahutamatuks osaks.

Üldiselt eristatakse viit põhilist maksumetodit (*methods of payment*), mis erinevad üksteisest nii eksportija kui ka importija riski suuruse poolest (vt. tabel 11):

- * ettemaks (*prepayment*),
- * akreditiivid (*letters of credit*),
- * tratt (esitaja/tähtajaline) (*drafts/sight/time*),
- * saatedokumendid (*consignment*),
- * avatud konto (*open account*).

Ettemaks

Ettemaksu puhul ei tarnita kaupu enne, kui ostja on eksportijale tasunud. Tavaliselt kantakse raha üle eksportija pangaarvele või esitatakse veksel. See meetod annab mõlemale poolele garantii. Tavaliselt

kasutatakse seda esimese tehingu puhul, kuna pole teada ostja maksevõimelisus, või finantsraskustega maade puhul. Enamik ostjaid ei soovi aga kogu riski enda peale võtta.

Tabel 11

Maksumetodite võrdlus

Meetod	Maksmise aeg	Kauba kättesaamise aeg	Eksportija risk	Importija risk
1. Raha ette	Enne kauba lähetamist	Pärast maksmist	Puudub	Sõltub täieli kult eksportijast, et kaubad vastaks tellimusele
2. Akreditiiv	Kui kaup on teele saadetud	Pärast maksmist	Väga väike või puudub, sõltub akreditiivi tingimustest	On kindel, et kaup on teel, kuid ei tea, kas see vastab dokumentatsioonile
3. Esitaja veksel; dokumendid makse vastu	Veksli esitamisel ostjale	Pärast maksmist	Kui veksel jääb tasumata, tagastab kauba	Sama, mis ülal
4. Tähtajaline veksel; dokumendid aksepteerimise vastu	Veksli tähtajal	Enne maksmist	Sõltub sellest, kuidas ostja maksab vekseliga	Sama, mis ülal
5. Saatedokumendid	Müügi ajal	Enne maksmist	Lubab enne eksportijale tasumist müüa kaupa	Puudub
6. Avatud konto	Nagu kokku lepitud	Enne maksmist	Ostja vastutab maksmise eest	Puudub

Akreditiivid

Akreditiiv on makseinstrument, mida annab välja pank tõendamaks, et ostja (importija) tasub eksportijale (*beneficiary*) ette nähtud ajal, kui ta on saanud kauba lähetamise dokumendid. See on kompromiss, kuna annab mõlemale poolele teatud eeliseid. Puuduseks on see, et importija peab toetuma eksportija lubadusele lähetada teele dokumendis nimetatud kaubad. Pangad tegelevad ju ainult dokumentidega, mitte kaupadega. Nii ei saa ostja enne tasumist kaupu näha.

Tratt ehk veksel

Tratt (või ülekandevksel) on ühe poole (tavaliselt eksportija) kirjalik maksenõue, mille esitamisel peab ostja tasuma ettenähtud summa. Tratt on müüja nõudmine ostjale. Ta annab hankijale väiksema garantii kui akreditiiv, kuna pank ei ole kohustatud seda ostja eest lunastama.

Enamus trati alusel teostatavatest tehingutest toimetatakse pankade kaudu. Pangas kasutatakse nende kohta terminit **dokumentide kogu** (*documentary collection*). Pangad on dokumentide töötlemisel ja tasumisel vahendajateks. Ettenäitamisvekсли (*draft at sight*) puhul tasub ostja kohe, kui on saanud dokumendi kauba teele saatmise kohta ja talle on esitatud ka veksel. Ostja pank ei loovuta kauba lähetamise dokumente enne, kui ostja on tasunud vekсли. Seda meetodit tuntakse ka **dokumentid vastu vastu** nime all (*documents against payment*). See annab mõningast kaitset eksportijale, kuna pank väljastab dokumente vastavalt eksportija käsule. Ostja vajab dokumente, et kaup kätte saada. Kui on välja antud tähtajaline veksel (*time draft*), annab eksportija ostja pangale loa loovutada dokumendid vekсли aktsepteerimise (allakirjutamise) vastu. Seda meetodit nimetatakse **dokumentid vekсли aktsepteerimise vastu** (*documents against acceptance*). Vekсли aktsepteerimisega kohustub importija tasuma kokkulepitud kuupäeval tulevikus. Seda nimetatakse ka kauba aktsepteerimiseks (erineb panga aktsepteerimisest). Sellisel juhul võib ostja saada kauba enne selle eest tasumist. Sel juhul finantseerib müüja tehingut ja sõltub ostja aususest tasuda õigel ajal. Selle meetodi juures ei ole pank kohustatud tasuma ostja eest, kui viimasel määratud kuupäevaks raha ei ole.

Saatedokument

Selle meetodi puhul saadab eksportija kauba importijale, hoides kauba saatedokumendid enda käes. Importijal on kaubale ligipääs, kuid ta ei pea maksma kauba eest enne, kui on kolmandiku ära müünud. Eksportija usaldab importijat ja ootab, et viimane tasub, kui on osa kaubast müünud. Kuna vekslit ei esitata, siis mittetasumisel on eksportijal vähe lootust raha saada. Suure riski tõttu kasutatakse seda harva, välja arvatud ema- ja tütarfirmade vahelistes kaubatehingutes.

Avatud konto

Vastandina ettemaksule on avatud konto tehing, mille puhul eksportija saadab kauba teele ja loodab, et ostja tasub vastavalt kokkuleppele. Eksportija sõltub täiesti ostja finantsusaldusväarsusest ja reputatsioonist. Seda meetodit kasutatakse juhul, kui partnerid teineteist väga hästi tunnevad ja usaldavad.

9.2. Kaubanduse finantseerimise meetodid

Nagu juba öeldud, on pankadel tähtis osa väliskaubanduse finantseerimisel. Selleks kasutavad nad mitmesuguseid meetodeid:

- * finantseerimine arve saamisel (*accounts receivable financing*),
- * vahendamine (*factoring*),
- * akreditiiv (*letter's of credit*),
- * pangaaktsept (*banker's acceptance*),
- * lühiajalised pangalaenud (*short-term bank loans*),
- * pantimine (*forfaiting*),
- * kauplemine kauba vastu (*countertrade*).

9.2.1. Finantseerimine arve saamisel

Mõnel juhul võib eksportija saata kauba importijale, ilma et oleks saanud pangalt kinnitust tasumise kohta. Sel juhul võib olla tegemist kas avatud konto või tähtajalise veksliga. Mõlemal juhul puudub garantii makse laekumise kohta ning makse sooritamise tähtaeg pole kindlaks määratud (v.a. tähtajaveksel). Enne kauba teele saatmist peaks eksportija saatma oma krediitšeki (*credit check*) importijale,

et kindlaks teha viimase usaldusväärsus. Kui eksportija on nõus tasu ootama, laieneb krediit ostjale. Kui eksportijale ei ole säärane tehing vastu võetav, peab ta kasutama oma raha või leidma panga, kes finantseeriks tehingut ja tasuks enne kaupade teelesaatmist. Kui eksportija vajab vahendeid kohe, aga importija tahab oodata, siis võib eksportija taotleda finantseerimist pangalt. Seda võib nimetada finantseerimiseks arve saamisel — pank annab eksportijale laenu saades kinnituseks arve. Enamik panku annab laenu 60-80% ulatuses arve summast. Kui ostja ei suuda eksportijale maksta, on ta siiski kohustatud maksma pangale. See ei sarnane vahendamisega (*factoring*), kus pank ostab arveid, ilma et annaks resursse eksportijale! Panga võlgnikuks on välisostja. Selle finantseerimisviisiga kaasneb lisarisk, näiteks valitsuse piirangud ja valuutavahetuse kontroll, mis segavad ostjat eksportijale maksmast. Lõpptulemuseks on see, et tihti on laenuintressid kõrgemad kui kodumaisel finantseerimisel. Laenu tähtaeg on tavaliselt üks kuni kuus kuud. Kui laenaja ei ole nõus nii suure krediidiriskiga, mis kaasneb finantseerimisega arve saamisel, võib ta nõuda eksportkrediidi kindlustust. Väliskrediidi Kindlustamise Assotsiatsioon (*Foreign Credit Insurance Association — FCIA*) pakub mitmesuguseid krediidi-kindlustusprogramme, mis on mõeldud kaitsma eksportija või laenaja huve välismaiste ostjate mittetasumisrisi eest.

9.2.2. Vahendamine

Kui eksportija saadab kauba teele enne tasu saamist, suureneb saadava arve bilanss. Kuni eksportija ei ole saanud pangalaenu, on tegemist tehingu finantseerimisega ja see peab kajastuma saadaolevate summade dokumentides. Kuna võib juhtuda, et ostja ei maksa summat kunagi, võib eksportija müüa need arved kolmandale isikule, vahendajale. Vahendajale langeb siis vastutus saada ostjalt raha. Nagu võib arvata, proovib ka vahendaja kindlaks teha välisostja krediidivõimelisuse. Selle jaoks ostab vahendaja tavaliselt arveid diskontoga ja saab ka tasu.

Vahendamine annab eksportijale mõningaid eeliseid. Esiteks: müües saadaolevate summade arveid kaotab eksportija mänedžeri mured, mis kaasnevad arvete raamatupidamisega ja kontrollimisega. Teiseks: vahendaja muutub krediidi kinnitajaks ostjale ning eksportija ei pea muretsema välisostja krediidivõimelisuse pärast. Arvete müümise korral tasub ta vahendajale kohe ja parandab eksportija rahavoogu.

Siiski, vahendaja seisukohalt peab ka importija olema usaldusväärne. Et seda kindlaks teha, kasutatakse tihti riikidevahelist vahendamist (*crossborder factoring*). See eeldab vahendajate võrku mitmetes riikides, kes oleksid valmis hindama krediidiriski. Eksportija vahendaja võtab ühendust ostja maaga ning teeb kindlaks importija usaldusväärsuse. Tavaliselt pakuvad vahendusteenuseid kommertsbankade osakonnad, finantskompaniid, mis tegelevad kommertsfinantseerimisega ja teised spetsialiseeritud finantsasutused.

9.2.3. Akreditiiv

Akreditiiv (*L/C*) on üks vanimaid kaubanduse finantseerimise vorme. Kuna ta pakub garantiisid mõlemale poolele, on ta rahvusvahelistes tehingutes tähtsal kohal. Akreditiivi annab välja pank, mis lubab tasuda kokkulepitud tingimustel. Eksportijale tasutakse vastavalt akreditiivile nõutud dokumentide esitamisel. Tavaliselt osaleb selles protsessis kaks pank: eksportija ja importija pank. Eksportija pank tasub importija pangale.

Oluline on arvestada, et akreditiiv ei garanteeri ostjale seda kaupa, mis ta tellis. Pangad ei tegele kaupadega, vaid ainult dokumentidega. Panga otsus tasuda põhineb ainult dokumentide läbivaatamisel, mitte tutvumisel kaubaga. Seetõttu peab ostja müüjat usaldama.

Mõnikord tekib eksportijal kahtlusi importija panga usaldatavuse suhtes, kuna see pank asub välismaal. Isegi kui pank on ülemaailmselt tuntud ja usaldusväärne, võib välisriigi valitsus oma piirangutega takistada õigeaegset tasumist. Sel põhjusel võib eksportija taotleda mõnelt oma maa pangalt akreditiivile kinnitust ja see pank garanteerib, et välismaine pank täidab oma kohustused. Eksportija peab ainult kindel olema oma maa panga usaldatavuses.

Kaubandust puudutavaid akreditiive nimetatakse ka **kommerts- või ekspordi-impordiakreditiivideks**. Neid on tavaliselt kahte tüüpi: tühistatavad (*revocable*) — neid võib tühistada igal ajal ja eksportijale ette teatamata. Selline akreditiiv ei anna müüjale garantiid makse saamise kohta. Kasutatakse küllalt harva. Tühistamatud (*irrevocable*) — nende annulleerimiseks peab olema ka eksportija heakskiit. Tavaliselt koostatakse akreditiive vastavalt Rahvusvahelise Kaubanduskoja (*International Chamber of Commerce*) määrustele, ilmunud kogumikus "Uniform Customs and Practice for Documentary Credits".

Importija pank maksab vajaliku summa vastavalt maksetähtajale pärast dokumentide esitamist. Importija peab tasuma pangale akreditiivi summa ja maksu akreditiivi avamise eest. Tavaliselt on importijal

selles pangas avatud oma arve ja pank ei riski oma vahenditega. Kuigi, kui importijal ei ole arvel piisavalt raha, peab pank garanteerima kogu akreditiivisumma tasumise. Just selle pärast uurib pank eelnevalt ostja krediitdivõimelisust.

Refinantseerimine ettenäitamisakreditiiviga: pank maksab akreditiivi, laenates oma fondidest, importija arvet esialgu kasutamata. Importija on kohustatud tagastama pangale kindlaks ajaks laenu ja intressid. See meetod kindlustab ostja maksed, kui eksportija nõuab akreditiivi tasumist dokumentide ettenäitamisel.

Importija pank, avades akreditiivi, tasub eksportijale dokumentide esitamisel, kui need vastavad akreditiivis kehtestatud tingimustele. Tavaliselt kuuluvad akreditiivi alla järgmised dokumendid: veksel (tratt — tähtajaline või ettenäitamisega — *time draft or sight draft*), kommertsarve (*commercial invoice*) ja lastikiri (*bill of lading*). Olenevalt lepingust, tootest või riigist võidakse nõuda ka muid dokumente.

Tratt. Tuntud ka ülekandeveksli (*bill of exchange*) nime all. See on ühe poole, tavaliselt eksportija koostatud tingimusteta lubakiri, milles importija pank (*drawee*) lubab maksta teatud summa trati esitamisel või maksmistähtaja saabumisel. Kui on koostatud tähtajaline tratt ja see on aktsepteeritud importija poolt, võib teda nimetada ka **kaubatratiiks** (*trade acceptance*). Panga aktseptiga (*banker's acceptance*) on meil tegemist juhul, kui on koostatud tähtajaline tratt ja pank on selle vastu võtnud. Kui akreditiivi all esitatakse tratt, siis väljendab see eksportija maksenõuet importijale. Tavaliselt on tähtajalise trati periood on 30–180 päeva.

Lastikiri (*bill of lading — B/L*) on rahvusvahelises kaubanduses üks tähtsamaid dokumente. See annab ülevaate kaubast ja selle hinnast. Kui kaupa transporditakse laevaga, võib saatedokumenti nimetada ookeani lastikirjaks (*ocean bill of lading*). Kui kaup saaadetakse lennukiga, siis nimetatakse dokumenti lennulastikirjaks (*airway bill*). Kaubavedaja esitab akreditiivi eksportijale, kes koos teiste vajalike dokumentidega esitab selle pangale.

Lastikirja juures on oluline tema müüdavus (rahakstehtavus). Otsest lastikiri antakse edasi importijale või kauba saajale.

Pank ei anna tavaliselt lastikirjale kinnitust (*endorsement*) enne, kui kauba eest on makstud. Importija vajab lastikirja originaali, et saada kätte kaupa. Müüdava lastikirja (*negotiable B/L*) puhul läheb valdusõigus üle indosseeritud B/L-i omanikule. Lastikiri võib sisaldada tihti ka järgmisi tingimusi:

- * kauba kirjeldus,
- * kauba identifitseerimise tunnused,

- * tõend sadamast, kus kaup laaditi,
- * eksportija nimi (kaubavedaja),
- * importija või kaubasaaja nimi,
- * veoraha staatus,
- * saatmise kuupäev.

Kommertsarve (*commercial invoice* — *C/I*) on eksportija kauba kirjeldus, mida müüakse ostjale. Tavaliselt sisaldab ta järgmist informatsiooni:

- * müüja nimi ja aadress,
- * ostja nimi ja aadress,
- * kuupäev,
- * maksetähtaeg,
- * hind, mis sisaldab ka veo-, kaubandus- ja kindlustuskulusid,
- * kogus, kaal, pakkimisviis jne.,
- * informatsioon saatmise kohta.

Kauba kirjeldus *C/I*-s, mis on lisatud akreditiivile, peab vastama täpselt kaubale.

Akreditiivi variandid

On mitmesuguseid akreditiivivariante, mida kasutatakse rahvusvahelises kaubanduses. **Abi- ehk toetavat akreditiivi** (*standby L/C*) võib kasutada selleks, et tagada eksportijale tasumine kauba eest ka siis, kui ostja pole selleks võimeline. Seda kasutatakse laialt USA-s pantimise puhul. Rahvusvahelises ja sisekaubanduses nõustub müüja saatma kaupu ostjale avatud konto alusel nii kaua, kui ostja esitab abiakreditiivi kaubakoguse ja tasumise tähtaja kohta. Nii kaua kui müüja maksab, nagu kokkulepe ette näeb, ei ole põhjust teda abiakreditiiviga võlakohustuse alla panna. Kui ostjal ei õnnestu siiski maksta, võib eksportija esitada akreditiividokumendid ja nõuda tasumist pangalt, sest ostja pank peab garanteerima, et ostja kauba eest müüjale tasub.

Ülekantav akreditiiv (*transferable L/C*) on üks standardse komertsakreditiivi variante, mis võimaldab esimesel tulusaajal (eksportijal) osa või kogu akreditiivisumma üle kanda kolmandale poolele. Seda liiki akreditiive kasutavad laialt vahendajad ja maaklerid, kes pole tegelikult tootjad. Sellel juhul peab akreditiiv sisaldama informatsiooni tema ülekantavuse kohta.

Näide

Maakler palub väljaostjalt akreditiivi 100 000 \$ peale. Maakler on leidnud hankija, kes toob talle kaupa 80 000 \$ eest. Hankija

on maaklerilt küsinud ettemaksu. Ülekantava akreditiiviga maakler kannab lõpphankijale üle 80 000 \$ akreditiivi originaalsummast. Kui viimane saadab kauba teele, esitab ta oma dokumendid pangale. Kui pank maksab akreditiivi kinni, siis 80 000 \$ läheb lõpphankijale ja 20 000 \$ maaklerile. Nii on maakler ära kasutanud ostja krediidi selleks, et finantseerida kogu tehingut.

Tulu loovutamine (*assignment of proceeds*) akreditiivi raames on vahendaja abiga finantseerimise üheks meetodiks. Akreditiivitulu võib minna lõpphankijale. Hankijal on pangalt kinnitus, et juhul kui dokumendid esitatakse vastavalt akreditiivi tähtaegadele, maksab pank hankijale vastavalt tulu loovutamise leppele. See kehtib ainult juhul, kui dokumendid esitatakse koos akreditiiviga. Hankija peab teadma, et pank ei ole kohustatud maksma, kui kaupu ei saadeta või ei tehta seda õigeaegselt.

9.2.4. Pangaaktsept

See on ülekandevaksel või tähtajaline tratt, mille on koostanud ja aktsepteerinud pank. Sellega kohustub pank maksma tratis nimetatud summa selle omanikule tähtaja saabumisel. Ameerikas loetakse aktsepteerimist kehtivaks, kui see vastab ülekannetele kehtestatud kriteeriumitele ja normidele. Aktsepteerimise aeg on tavaliselt kuus, vahel ka üheksa kuud. Peale selle peab aktsepteerimine vastama vähemalt ühele järgmistest tingimustest: import või eksport, sisekaubandus või kauba ladustusviis, ekspordieelne finantseerimine või raha-vahetuse loomine. On võimalik kas eksportija või importija aktseptfinantseerimine.

Esimeseks sammuks pangaaktsepti korral on kauba tellimine eksportijalt. Seejärel palub importija kohalikul pangal koostada akreditiivi. Akreditiiv annab eksportijale võimaluse koostada tähtajaline tratt eksporditava kauba eest tasu saamiseks. Eksportija esitab trati koos saatedokumentidega kohalikule pangale ja eksportija pank saadab trati koos saatedokumentidega importija pangale. Importija pank võtab trati vastu, aktsepteerides selle. Kui eksportija ei soovi oodata maksetähtaja saabumist, võib ta taotleda pangaaktsepti müümist rahaturul. Sel juhul saab eksportija väiksema summa kui tähtajalise tasumise puhul. See mahahindlus (*discount*) väljendab raha ajastatud väärtust (*time value of money*).

Rahaturul võib investeerija soovida osta pangaaktsepti mahahindlusega ning siis oodata tähtaja saabumist. Sel juhul saaks investeerija

täissumma. Pank maksaks tähtajal täissumma, kuna ta loodab selle ja veel lisamaksu tagasi saada importrijalt.

Kui eksportija hoiab ise aktsepti tähtaja lõpuni, tagab ta importijale tehingu finantseerimise. Sel juhul tagab aktsepti tasumise eksportijale pank. Kui aga eksportija müüb aktsepti järelturul, siis tagab finantseerimise vahendaja — aktsepti omanik.

Panga aktseptiteering võib olla kasulik eksportijale, importijale ja pangale. Eksportijal pole vaja muretseda importija krediidiriski pärast ja ta saab minna uutele välisturgudele. Ka riikliku vahelesegamise oht on väike.

Importijale on see kasulik ligipääsu tõttu välisturule. Tänu esitatavatele dokumentidele on importija kindel, et ta saab tellitud kauba. Pealegi võimaldab see kauba eest hiljem tasuda. Aktseptita sunnitakse importijat tihti ette maksuma.

Pank saab aktsepteerimisest komisjonitasu. Tasu, mille pank kirjutab kliendi võlaarvesse, väljendab kliendi usaldusväärsust. Intressimäär koosneb diskontomäärast pluss aktsepteerimistasu, seda kokku nimetatakse kogumääraks (*all-in rate*). Kogumäär aktseptfinantseerimisel on madalam kui laenude intressimäär (vt. tabel 12).

Tabel 12

Laenu- ja aktseptintresside võrdlus

	Laen	Aktsept (PA)
Summa	1 000 000 \$	1 000 000 \$
Tähtaeg	180 päeva	180 päeva
Intressimäär	<i>Prime</i> + 1,5% 10% + 1,5% = 11,5%	PA määr + 1,5% 7,6% + 1,5% = 9,10%
Intressisumma	\$ 57 500	\$ 45 500

Ka siis, kui pank müüb aktsepte, saab ta kasu. Investeeriad ostavad neid, kuna see on üsna kindel investeering. Pank kasutab investeerija rahasid, et finantseerida oma klienti, kuid kui saabub aktseptiteeringu tähtag, saab pank raha tagasi. Nii loob pank aktseptiteeringu ühe hinnaga, müüb teisega ja saab ise sealt komisjonitasu.

Panga aktseptfinantseerimist võib korraldada ka **ettenäitamisega akreditiivi** kaudu. Sel juhul võib akreditiivi omanik (eksportija) tasu nõuda selle ettenäitamisel. Nii saab importija tasumiseks aega, kuna pank korraldab maksmise vastavalt finantseerimiskokkuleppele. Importija koostab trati, mille pank aktsepteerib ja diskonteerib. Tulu

kasutatakse eksportijale maksmiseks. Kui tähtaeg saab täis, tasub importija uuesti pangale.

Veel üks võimalus korraldada aktseptfinantseerimist ilma *L/C*-ta on kasutada *erilist aktsepteerimislepingut*. Sarnaselt tavalise laenulepinguga kehtestab see tingimused ja tähtajad, millega pank on valmis finantseerima laenaja tehingut, kasutades aktsepti.

9.2.5. Lühiajalised pangalaenud

Nagu eespool öeldud, lubab pangaaktsept eksportijal saada raha kohe, kuid importija saab maksmiseks pikendust. Pank võib anda aktsepteerimisperioodiks ka lühiajalist laenu. Laen finantseerib käibekapitali tsükli, mis algab importija jaoks inventari ostmisega ja jätkub kaupade müügiga, arve avamisega ning sularaha laekumisega. Eksportija seisukohalt finantseerib laen ekspordi jaoks mõeldud kaupade tootmist või seda aega, mis jääb müügi ja maksmise vahele.

9.2.6. Pantimine

Kuna põhikaubad on küllaltki kallid, ei ole importija võimeline maksuma kaupade eest lühikese aja jooksul. Siis tekib pikaajaliste laenude vajadus. Eksportijal võib küll olla vahendeid finantseerimiseks, kuid tal puudub selleks soov, sest finantseerimine võib võtta aastaid. Sel juhul võib kasutada pantimist (*forfaiting*). Tegevus viitab finantskohustuste müügile, näiteks ülekandevakslite või võlatähtede müügile ilma originaalse hoidja kaasabit. Tehingu puhul emiteerib importija võlatähe eksportija kasuks, lubades tasuda imporditud kaupade eest. Tasumise tähtaeg on tavaliselt kolmest seitsme aastani. Eksportija müüb need võlatähed vahendavale pangale. Mõnes mõttes on see tegevus sarnane vahendustehingutega (*factoring*), kuna pantija (*forfaiter*) võtab vastutuse ja riski ostjalt enda peale. Kuna pangal on siiski mõningane risk, et importija talle ei maksa, käsitleb ta seda kui keskmise kestusega laenu. Forfeteerimistehinguid kindlustatakse tavaliselt pangagarantiiga või akreditiiviga, mida annab importija pank tehingu sooritamise ajaks.

Forfeteerimistehingute käigus on võimalik kasutada 500 000 \$ suurusel summal igasuguses valuutas. Suuremateks tehinguteks võib kasutada ka mitut panka. Tavaliselt moodustatakse selleks sündikaat,

kus iga osanik omandab osa riskist ja kasumist. Vahendav firma võib müüa importija võlatähed teistele finantsinstitutsioonidele. Kuid, kui importija ei ole võimeline maksma, peab firma tegema seda tema eest.

9.2.7. Kaup kauba vastu kauplemine — kaunterkaubandus

Selle all mõeldakse väliskaubandustehinguid, mille puhul kaupade müük välismaale on seotud ostu või kaupade vahetamisega sellel samal maal. Mõnda liiki kaubavahetustehingud, näiteks bartertehingud on eksisteerinud juba tuhandeid aastaid. Siiski on kauplemises kauntertehingud alles hiljuti populaarseks saanud. Selle populaarsuse kasvule on kaasa aidanud laenu probleemid, välisvaluuta vähesus jt. Selle tulemusena on paljudel rahvusvahelistel firmadel avanenud laiad võimalused kauntertehingute tegemiseks Aasias, Ladina-Ameerikas ja Ida-Euroopas. Kõige tavalisemad kauntertehingute liigid on **barter**, **hüvitus** ja **kaunterost**.

Bartertehing on kauba vahetamine kahe osapoole vahel raha kasutamata. Enamus nendest tehingutest on ühekordsed ja lepingulised. Näiteks 100 t Kanada vilja vahetatakse 20 t Ecuadori krevettide vastu.

Hüvitusega tehing (*compensation*): osa kogu kaubapartiist antakse üle ühele osapoolele ja kompenseeritakse sama kauba tagasiostmisega. Näiteks fosfaatide müük Marokost Prantsusmaale kompenseeritakse kindlas osas (%) väetiste tagasiostuga. Tehingut juhib üks leping. Kaupade väärtust väljendatakse osaliselt (*partial compensation*) või 100%-liselt (*full compensation*) rahas.

Kaunterost (*counterpurchase*) on kaupade vahetamine kahe osapoole vahel kahe kindla lepingu kohaselt, kus kaupade väärtus on väljendatud rahas. Näiteks, Korea *Lucky-Goldstar*'i toodangu müük Jugoslaaviasse vahetatakse Jugoslaavia autode ostu vastu Koreas. Kaunterkaubanduse turg on alles kujunemas. Selle esialgseteks osalejateks on eeskätt valitsused ja rahvusvahelised firmad, neid abistavad spetsialistid finantsasutustest ja kaubanduskompaniidest. Tehingud on tavaliselt keerukad ja suured. Kaunterkaubandusel on palju variante ning tema terminoloogia on alles kujunemas.

Kasutatud kirjandus

1. **Madura, Jeff.** International financial management. St. Paul, 1992.
2. **Madura, Jeff.** Model for financing in international money markets // Review of international economics and business (summer 1986), pp. 1–9.
3. **Parkinson, Kenneth L.** Dealing with the problems of international cash management // Journal of cash management (Febr.–March. 1983), pp. 16–25.
4. **Madura, Jeff, Nosasi Joe E.** Optimal portfolio of foreign currencies with borrowing and lending // Journal of money, credit and banking (Nov. 1982), p. 531.
5. **Adler, Michael, Dumas, Bernard.** The exposure of long term foreign currency bond // Journal of financial and quantitative analysis (Nov. 1980), pp. 973–994.
6. **Blake, David.** Financial market analysis. London, 1990.
7. **Schall, Lawrence D., Haley, Charles W.** Introduction to financial management. Singapore, 1988.
8. **Raudsepp, Vambola.** Korporatsioonide rahandus ja investeringud. Tartu, 1993, lk. 38–39.

Raamat tutvustab rahvusvaheliste korporatsioonide nelja põhilist tööloiku: rahavoogude juhtimist ja sellega kaasnevaid probleeme, lühi- ja pikaajalist finantseerimist ja investeerimist ning rahvusvaheliste kaubandustehingute finantseerimist.

**Kriitilised märkused palun saata aadressil:
EE2400 Tartu, Nooruse 9-414.**



**TARTU ÜLIKOOLI
KIRJASTUS**